

## **MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS COTADAS NA BOLSA: UMA APLICAÇÃO AO SECTOR BANCÁRIO DE CABO VERDE**

Paulo Jorge Tavares de Brito  
paulodebrito89@gmail.com  
Instituto Politécnico de Bragança

Ana Paula Carvalho do Monte  
apmonte@ipb.pt  
UNIAG<sup>1</sup>; Instituto Politécnico de Bragança

António Borges Fernandes  
antoniof@ipb.pt  
UNIAG<sup>1</sup>; Instituto Politécnico de Bragança

### **RESUMO**

A avaliação de empresas é complexa, mas de extrema importância para quem as gere, detém ou para os que querem investir nelas. Apesar de existir trabalho científico sobre avaliação de empresas, sobretudo nos países anglo-saxónicos, a investigação empírica não é ainda assim tão abundante, nomeadamente nos países de língua oficial portuguesa e particularmente no setor financeiro. Deste modo, o presente trabalho tem como motivação avaliar instituições financeiras do setor bancário cabo-verdiano cotadas na bolsa de valores. Para tal, foram selecionadas dois bancos cabo-verdianos e recolhida informação financeira e não financeira ao longo dos últimos dez anos. Escolheu-se os métodos dos fluxos financeiros descontados (DFCF) e do valor económico acrescentado (EVA) para métodos de avaliação.

Foi realizada a análise económica e financeira (histórica) que indica que CECV foi a instituição que apresentou, em média, gestão mais eficiente dos seus ativos e que BCA foi a que apresentou maior habilidade para gerar lucros a partir do seu capital próprio.

**PALAVRAS-CHAVE:** Avaliação de negócios, Modelo DCF; Modelo EVA; Cabo Verde; Bancos

### **ABSTRACT**

Evaluating companies is complex, but it is of extreme importance for those who manage, hold them, or for those who want to invest. Although there is scientific work on company's valuation, mainly in the Anglo-Saxon countries, empirical research is not so abundant, namely in Portuguese-speaking countries and particularly in the financial industry. Therefore, this work has as motivation to evaluate financial institutions of the Cape Verdean banking sector, listed on the stock exchange. To this end, two of the Cape Verde-based banks were selected. Financial and non-financial data was collected over the last ten years. The discounted cash flow method (DFCF) and the economic value added method (EVA) were chosen as valuation methods.

The economic and financial (historical) analysis carried out shows that CECV was the institution that presented, on average, a more efficient management of its assets and that BCA was the one that presented greater ability to generate profits from its own capital.

**KEY WORDS:** Business valuation; DCF method; EVA method; Cape Verde; Banks.

## **1 - INTRODUÇÃO**

A avaliação de empresas é um tema complexo, mas de extrema importância pelo qual muitos investigadores, da área financeira, tentam encontrar procedimentos que se adaptem da melhor maneira possível a cada

---

<sup>1</sup> Unidade de Investigação Aplicada à Gestão (UNIAG), Unidade de Investigação financiada pela FCT – Fundação para a Ciência e a Tecnologia, I.P. Este trabalho é financiado por Fundos Nacionais através da FCT – Fundação para a Ciência e a Tecnologia no âmbito do Projeto n.º UID/GES/4752/2016

situação ou ramo específico de atividade da empresa. Além da necessidade, por parte da gestão, em calcular o valor real da empresa, esta temática revela bastante importância para os acionistas e investidores, na medida que fornece elementos para aqueles que pretendem tomar decisões estratégicas e atrair novos investimentos. Ao avaliar uma empresa há uma determinada dependência de fatores que influenciam o valor real da mesma. Fatores estes que podem ser de caráter objetivo, conjuntural ou subjetivo.

Pode-se deparar, na literatura financeira, com vários métodos de avaliação de empresas que normalmente são mais aplicados na avaliação de empresas não financeiras, mas que também podem ser aplicados na avaliação das instituições financeiras. A aplicação de determinados métodos depende muito da situação económico-financeira da instituição e do país. Portanto, sabe-se que não há um método de avaliação considerado perfeito e universal, mas sim existem métodos de avaliação mais completos e isso depende da situação. Ao avaliarmos uma empresa, devemos pensar não só em fazer uma análise aprofundada a nível interno, mas também em fazer uma análise do seu ambiente externo, onde há variáveis que as empresas não conseguem controlar.

É neste sentido que se considera ser um mito a avaliação de uma empresa como algo objetivo ou concreto. No final de uma avaliação os valores finais estimados, não devem ser considerados como valores exatos daquela empresa, porque os diversos fatores considerados, numa determinada avaliação, procuram retratar só a realidade da empresa avaliada. Porém, por melhor que seja feita a avaliação da empresa, o valor previsto encontrado é o valor aproximado da realidade, mas nunca o valor real. Este valor poderá ser entendido como um ponto de partida para uma possível negociação.

Este trabalho tem como objetivo primordial avaliar empresas cabo-verdianas do sector financeiro, cotadas na bolsa de valores. Além desse objetivo principal pretende-se, com esta pesquisa, tratar de vários objetivos específicos. Nomeadamente analisar os métodos de avaliação que podem ser aplicados nas empresas cotadas, a determinação do custo de capital das empresas e, por fim, fazer uma comparação entre as empresas avaliadas e verificar qual delas apresenta maior valor no mercado cabo-verdiano.

Este trabalho encontra-se dividido em cinco capítulos. Após uma breve introdução segue-se mas sucinta revisão da literatura no capítulo dois. No terceiro capítulo é retratada a metodologia adotada na execução desta investigação, incluindo questões de investigação e objetivos, metodologia a ser aplicada na investigação empírica e recolha das variáveis de investigação e tratamento dos dados. No quarto capítulo é feito o tratamento e discussão dos resultados, efetuando-se uma breve apresentação dos bancos avaliados e a respetiva avaliação. Por último, são apresentadas as principais conclusões do trabalho, com referência a algumas limitações, bem como possíveis linhas de investigação futuras.

## **2 - REVISÃO DE LITERATURA**

Existem diversos métodos de avaliação de empresas, com diferentes graus de complexidade, sendo abordados, de seguida, os mais utilizados. Desde logo a avaliação pelo método baseado na ótica patrimonial é um dos métodos mais simples de avaliação da empresa. É calculado através da diferença entre os ativos e passivos com base nos respetivos valores do balanço patrimonial. Normalmente, os valores dos ativos líquidos são geralmente mais baixos que os respetivos valores de mercado, uma vez que muitos itens de criação de valor não são considerados no balanço patrimonial, exemplo disso é o caso dos investimentos feitos em marketing, na formação dos colaboradores e entre outros (Farooq & Thyagarajan, 2014). Os mesmos autores consideram ainda que o método de avaliação patrimonial é o método ideal para ser utilizado no caso de liquidação ou encerramento do negócio, avaliação de bancos, sociedades imobiliárias e sociedades de investimentos.

Um outro método de avaliação de empresas, frequentemente utilizado, é por intermédio dos múltiplos, necessitando de um termo de comparação. Holthausen e Zmijewski (2012) consideram que, um dos passos mais importantes, senão o mais importante, numa avaliação baseada nos múltiplos de mercado é identificar as empresas comparáveis. Embora este modelo de avaliação seja simples, em termos de aparência, o uso apropriado e correto deste método é um processo altamente envolvido e complexo. Vieito e Maquieira (2010) consideram que, para o caso das empresas cotadas em bolsa, existe uma outra metodologia de avaliação de empresa que se baseia na utilização de indicadores bolsistas. Os autores acrescentam ainda que este modelo de avaliação é muitas vezes utilizado para complementar outros métodos de avaliação. Lie e Lie (2002) consideram ser necessário o cálculo de um conjunto de múltiplos, ou seja, os múltiplos de referência para então poder estimar o valor implícito da empresa. De acordo com Mota, Barroso, Nunes e Ferreira (2006), a

determinação do valor de uma empresa, utilizando este método, pode ser feita através da comparação com empresas que possuem múltiplos idênticos (ou com a média do sector de atividade), procedendo-se à estandardização dos valores através de uma correção provocada pelas diferentes dimensões das empresas. Deste modo, a avaliação por múltiplos é simples e de imediata implementação permitindo verificar as desigualdades, entre as empresas, como sendo o seu potencial de crescimento e o risco. Os autores referem ainda que, o principal problema da avaliação por múltiplos é a subjetividade na seleção das empresas comparáveis e do múltiplo a usar. A avaliação de empresas pelo método dos múltiplos deve ser observada como um método complementar de outros métodos, como é o caso do *Discounted Cash Flows* (DCF) ou do *Economic Value Added* (EVA). Neves (2002), partilha da mesma opinião, afirmando que na prática os analistas financeiros e os investidores têm por hábito analisar o valor das empresas comparando-as com os seus principais concorrentes.

O valor substancial de uma empresa é um outro método para se avaliar uma empresa. Conforme Fernandez (2013), este método representa o investimento que deve ser feito para criar uma empresa com as mesmas condições da empresa que está a ser avaliada. Também pode ser definido como o valor de substituição dos ativos, assumindo que a empresa continua operando ao contrário do seu valor de liquidação. Normalmente, o valor substancial não inclui os ativos que não são utilizados para as operações da empresa (terrenos não utilizados, participações em outras empresas, etc).

Por seu lado, o valor de liquidação calcula o valor da empresa no caso da mesma ser liquidada, ou seja, os seus ativos são vendidos e as suas dívidas são pagas. Este valor é calculado deduzindo as despesas de liquidação da empresa (pagamentos de despesas e outras despesas típicas de uma liquidação) obtendo-se, desta forma, o património líquido ajustado (Fernandez, 2001). O autor considera ainda limitada a utilidade deste método correspondendo a uma situação altamente específica. No entanto, este método permite representar sempre o valor mínimo da empresa, assumindo que se ela continuasse a operar, o seu valor seria maior do que o valor de liquidação.

O rendimento que uma empresa proporciona, aos detentores do capital, também permite determinar o seu valor. O lucro líquido é calculado subtraindo as despesas totais de uma empresa das suas receitas totais. Este método ilustra o que a empresa ganhou ou perdeu num determinado período de tempo. Por outras palavras, o lucro líquido representa a quantidade de dinheiro remanescente da receita total, após o pagamento de todas as despesas operacionais, juros, impostos e dividendos de ações preferenciais (mas não dividendos de ações ordinárias) foram deduzidos de uma empresa (Nakhaei et al., 2012). Já os dividendos são uma parte dos lucros pagos aos acionistas e na maioria dos casos, são os únicos fluxos regulares recebidos pelos acionistas. De acordo com este método, o valor de uma ação é o valor atual líquido dos dividendos que esperamos obter através daquela ação (Fernandez, 2001). O autor acrescenta ainda que, as empresas que pagam uma taxa maior de dividendos não obtêm um crescimento no preço de suas ações, em virtude dos acionistas não terem expectativa de crescimento dos dividendos uma vez que os lucros foram distribuídos. Por outras palavras, esta situação ocorre porque quando uma empresa distribui mais dividendos, normalmente, reduz o seu crescimento, pois distribui o dinheiro pelos seus acionistas em vez de optar por fazer investimentos. Irons (2014) considera este método como um dos modelos de cálculo mais antigos e confiáveis na teoria financeira sendo denominado de *Dividend Discount Model* (DDM), também conhecido como *Gordon Model*. O DDM é usado para calcular o valor do património de uma empresa com base em três elementos: o próximo dividendo que a empresa irá pagar ( $D_1$ ), a taxa pela qual os dividendos devem crescer nos períodos futuros ( $g$ ), e o retorno que os investidores exigem a empresa ( $r$ ). De acordo com Vieito e Maquieira (2010) o preço de uma ação hoje é constituída pelos ganhos que ela irá gerar no futuro, descontados do custo do capital próprio. O custo de capital referido, não é mais do que o retorno exigido pelos acionistas em relação a essas ações, sabendo que o mercado oferece produtos financeiros que podem proporcionar outros rendimentos alternativos e com o mesmo nível de risco.

Um outro método, de avaliação de empresas, frequentemente utilizado, é através da análise dos fluxos de caixa descontados. Este método envolve a estimativa dos fluxos de caixa associados à empresa e, em seguida, desconta esses fluxos de caixa a uma taxa de desconto proporcional ao seu nível de risco (Lie & Lie, 2002). De acordo com Baker e Prakash (2015), o *Free Cash Flow* (FCF) é igual ao fluxo de caixa operacional subtraído do reinvestimento de capital para suportar as suas operações e o respetivo crescimento. Portanto, o FCF representa um fluxo de caixa livre que a empresa distribuiu, pelos seus acionistas, sem prejudicar o poder de ganhos futuros da empresa e sem colocar em causa a continuidade da empresa. Georgios e Chris (2015) acrescentam que, nos últimos anos, a avaliação de uma empresa usando o método dos fluxos de caixa descontados, tende a ser cada vez mais utilizado, isto porque, ao comparar este método com outros métodos de avaliação, apresenta-nos algumas vantagens, tais como: 1) Valoriza as empresas como organismos vivos,

independentemente do seu património; 2) Baseia-se nos retornos futuros, e não nos retornos passados; 3) Toma em consideração a tributação do negócio, que tem um impacto significativo sobre o resultado de uma avaliação. 4) Toma em consideração a situação da empresa no mercado e incorpora-a nos seus cálculos com a utilização da taxa de desconto.

Determinados métodos, de avaliação de empresas, para além de avaliarem a empresa permitem avaliar o desempenho do gestor, como é o caso do *Shareholder Value Added* (SVA). Este método é utilizado para avaliar a diferença entre a riqueza detida pelos acionistas, no final de um determinado ano, e a riqueza que detinham no ano anterior (Fernandez & Reinoso, 2003). De acordo com Fernandez (2002a), uma empresa só cria valor, para os seus acionistas, quando o retorno dos acionistas excede o custo do capital próprio ou o custo do património líquido. Caso contrário verifica-se que a empresa está a destruir valor para os seus acionistas. Uma das responsabilidades fundamentais de uma administração, afirmando alguns autores que é mesmo uma obrigação para a gestão, é produzir valor para os acionistas, sendo obrigatório, para isso se verificar, o aumento do valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros (Howell, 2001).

O *Economic Value Added* (EVA) é outro método com idênticas características do anterior. Ou seja, o EVA mede a rentabilidade líquida de custo do capital. Uma empresa apenas fica com mais património se efetuar investimentos e no final obter um retorno maior do que o custo do dinheiro investido (Sharma & Kumar, 2010). Os autores acrescentam ainda que, o EVA é uma estimativa do verdadeiro lucro económico ou o montante pelo qual os lucros excedem, ou ultrapassam, o rendimento mínimo exigido pelos acionistas e credores caso eles tivessem investido em outros títulos de risco comparável. O EVA é calculado pela diferença entre os resultados operacionais sem os impostos estimados para a empresa e o valor de resultados exigidos pelos sócios e credores. Desta forma, é o excedente de resultados operacionais exigido pelos acionistas e credores (Neves, 2000). Para Vieito e Maquieira (2010), o EVA calcula a diferença entre a rentabilidade adquirida pelo capital investido na empresa e o custo total desse capital. Ao calcular o EVA os executivos verificam se estão a criar, ou a destruir, valor com as suas decisões. Também acrescentam que quando a rentabilidade do capital investido é superior aos custos do capital investido, existe criação de valor, caso contrário se a situação é inversa, existe destruição de valor. De acordo com Sharma e Kumar (2010), o EVA é uma estimativa do verdadeiro lucro económico ou o valor pelo qual o lucro excede a taxa mínima de retorno exigida, ou seja, a taxa que os acionistas e credores poderiam obter ao investir em outros títulos de risco comparável. Segundo Mota et al. (2006), o EVA determina se a diferença entre a rentabilidade obtida, pelo total do investimento feito, e o custo total do referido capital é positivo ou negativo, o que permite ao gestor ter uma ideia clara se a sua ação está a criar ou a destruir valor. Os autores acrescentam ainda que o EVA possui uma forma de cálculo simples, ao multiplicar o valor do capital investido pela diferença entre a rentabilidade do capital investido (ROIC) e o custo médio ponderado desse mesmo capital. Ainda no seguimento dos referidos autores, os mesmos afirmam que uma empresa só irá obter valor económico acrescentado, ou seja, um EVA positivo, quando a rentabilidade do capital investido é maior que o seu custo.

Associado ao EVA encontra-se o *Market Value Added* (MVA) o qual calcula o valor criado pela empresa no passado, e o valor que a empresa pensa em criar no futuro. É a soma dos EVA criados ao longo dos anos anteriores, atualizados para o momento inicial ao custo do capital investido (Vieito & Maquieira, 2010). Para Neves (2000), o MVA é o valor atualizado dos excedentes dos resultados operacionais exigido pelos acionistas e credores. O MVA deve-se adicionar aos capitais totais investidos da empresa para se poder estimar o real valor da empresa.

Ainda nos métodos que, para além de avaliar as empresas, permitem avaliar os gestores encontra-se o *Cash Value Added* (CVA), sendo utilizado para calcular a diferença entre o fluxo de caixa operacional e o fluxo de caixa exigido pelo investidor sobre os investimentos estratégicos da empresa. O CVA estimado, por um determinado período, é uma boa estimativa para verificar se o fluxo gerado se encontra acima, ou abaixo, do nível exigido pelo investidor para esse determinado período (Ottosson & Weissenrieder, 1996). Weissenrieder (1997) assegura que o *Cash Value Added* (CVA) é um modelo do Valor Atual Líquido (VAL) que prioriza o cálculo do VAL e classifica os investimentos em duas categorias, investimentos estratégicos e não-estratégicos. Os investimentos estratégicos são aqueles que tem por objetivo criar valor acrescentado para os acionistas, enquanto que, os investimentos não estratégicos são os que são realizados para manter o valor dos investimentos estratégicos. Deste modo, o CVA representa a criação de valor do ponto de vista dos acionistas podendo ser expressos com diferentes periodicidades mensais, trimestrais ou anuais.

Os métodos descritos anteriormente avaliam a empresa no pressuposto desta ser estática, ou seja, consideram que a empresa apenas segue um caminho possível. Contrariando esta teoria surge a avaliação de empresas por intermédio das opções reais. Este método avalia a empresa de forma dinâmica permitindo calcular os

direitos que uma determinada empresa possui ao tomar determinadas decisões. De salientar que grande parte dos negócios são compostos por opções reais, mas nem sempre é fácil reconhecer ou estimar o seu valor (Vieito & Maquieira, 2010). Acrescentam ainda que algumas das opções reais podem ser grupadas em: Opções de definir/apreender; Opções de investimento/crescimento; Opções de desinvestir/reduzir. Segundo Dzyuma (2012), nas abordagens tradicionais na avaliação de empresas é assumida uma capacidade estática para se tomar decisões, enquanto que as opções reais preveem uma série de opções dinâmicas em relação às decisões futuras. O gestor possui uma enorme flexibilidade em agir e, portanto, pode fazer qualquer ajustamento perante as mudanças que possam ocorrer na economia.

Quando se está a avaliar empresas surge o problema da Eficiência do Mercado. Um mercado em que os preços sempre refletem plenamente a informação disponível é chamado de mercado eficiente. A teoria dos mercados eficientes afirma que os preços dos títulos do mercado de capitais refletem todas as informações disponíveis do respetivo mercado (Fama, 1970). Esta afirmação foi tão ampla e geral que não deixa qualquer forma empírica para testar esta teoria (Valentine, 2010). Também Naseer e Bin Tariq (2015), referem que um mercado é eficiente em relação às informações se o preço refletir aquelas informações disponíveis sobre valores mobiliários.

Os preços dos mercados financeiros, ao contrário dos preços dos bens de consumo, são obtidos por intermédio de previsões, não da procura do consumidor, mas das rentabilidades futuras realizadas pelas empresas cujas propriedades de ações são negociadas em bolsas de valores. Os preços dos valores mobiliários são fixados pela opinião coletiva do mercado. Ou seja, o que realmente um investidor está a comprar, ao investir num ativo financeiro, para além de estar a comprar uma parcela do capital, ou uma parcela dos dividendos que ele espera receber no futuro, o objetivo dele é comprar um ativo financeiro que, quando o vender vai realizar mais-valias, (Collier, 2011). O autor acrescenta ainda que os preços dos mercados financeiros são conjuntos de opiniões sobre o futuro, por isso seria preciso um avaliador ou perito em prever riscos e rendibilidades futuras e ajustá-los corretamente para o tempo presente. É claro que isso não quer dizer que os participantes do mercado não tentem todos os dias corrigir os preços com base nas suas opiniões sobre o futuro. Isso é o que eles andam a fazer quando estão a comprar ou a vender. Mas para chegar a uma conclusão de que, os preços atuais são necessários e a base desses preços tem que ser determinada de forma diferente de uma agregação de opiniões sobre o que será o amanhã.

De acordo com Ball (2009), a ideia básica por trás da *Efficient Market Hypothesis* (EMH) é um pouco confusa, isto porque combina dois pontos de vista. O primeiro é uma das perceções mais simples e poderosa da economia, onde se demonstra que a concorrência impõe uma relação entre as receitas e os custos. E a segunda visão encontra-se relacionada com as mudanças nos preços dos ativos em função do fluxo de informações relativamente ao mercado. Estas duas ideias ao serem controladas em conjunto leva a EMH. Segundo o mesmo autor o EMH é a competição entre os participantes do mercado, onde o retorno da utilização da informação é proporcional ao seu custo. Essa ideia fundamental leva diretamente a uma previsão testável sobre as reações dos mercados financeiros onde as Informações são divulgadas publicamente e amplamente disseminadas, tais como relatórios trimestrais de lucros. No equilíbrio competitivo, o ganho das informações públicas exploradas deve corresponder ao custo suportado para as explorar (Ball, 2009). A hipótese do mercado eficiente pode ser classificada em três formas: a fraca, semiforte e a forte. A forma fraca da hipótese do mercado eficiente é consistente com a hipótese da caminhada aleatória, ou seja, os preços mudam aleatoriamente, e as mudanças de preços são independentes umas das outras. De acordo com a forma semiforte, os preços ajustam rapidamente informações públicas e do mercado, ou seja, anúncios de dividendos e ganhos políticos e/ou económicos. Por último, a forma forte da hipótese do mercado eficiente afirma que os preços refletem o mercado, público e privado, ou seja, nenhum investidor tem acesso à informação particular (Naseer & bin Tariq, 2015).

A avaliação de empresas é efetuada em condições de incerteza no que diz respeito ao processo de decisão do investimento. Ao avaliar uma empresa é inevitável trabalhar com situações de incerteza, em relação aos resultados previstos e riscos assumidos, que de uma maneira ou de outra acabará sempre por transmitir um certo grau de insegurança, por parte dos investidores, ao refletirem na possibilidade das previsões não se virem a concretizar. Neste sentido, para que seja possível superar essas limitações é necessário identificar vários outros acontecimentos possíveis, que poderão fracassar um determinado investimento. Dos métodos existentes, para avaliar empresas em condições de incerteza, no presente trabalho são abordados o método da análise de sensibilidade, o método da análise de cenários e por último o método da simulação de Monte Carlo que é considerado o método mais completo. Um decisor estará sempre interessado em saber o quanto sensível pode ser uma tomada de decisão de aceitar as estimativas previstas sobre as variáveis de um determinado projeto, ou seja, que margem de erro pode conter as estimativas antes de aceitar uma

determinada decisão. É aqui que a análise de sensibilidade pode ser útil, onde um tomador de decisão, com um mecanismo formal, avalia possíveis consequências em vários cenários (Woodward, 1995). Ainda Woodward (1995), acrescenta que essa técnica tem sido descrita de diversas formas, como por exemplo, como uma análise para descobrir os fatores vulneráveis em um determinado projeto. Essencialmente, sugere-se que a análise da sensibilidade do retorno esperado do projeto a erros nas estimativas subjacentes pode ser útil, para indicar quais erros apresentam maior relevância. Isso permite que a gestão investigue a proposta de forma mais aprofundada ou a rejeite, talvez na opção de uma alternativa com menor retorno projetado, mas com menor risco de erros nas estimativas. Para Van Groenendaal e Kleijnen (2002), o objetivo da análise de sensibilidade é determinar quais são os fatores, dentro de um conjunto total de fatores num determinado modelo, que devem ser o foco de atenção, isto é, quais são os fatores que apresentam realmente uma maior relevância nos resultados.

Por seu lado, o planeamento de cenários é uma abordagem qualitativa das variáveis que não são facilmente quantificáveis e envolve a criação de acontecimentos futuros, possíveis e coerentes, com o objetivo de identificar e avaliar contingências, incertezas, tendências e oportunidades para a tomada de decisões. Originalmente foi desenvolvido durante os anos 1970 pelo *Royal Dutch Concha*. A técnica foi utilizada nas empresas no início da década de 1970 para gerar cenários plausíveis sobre o futuro a longo prazo do ambiente (e.g., Hanson, 2003; Kennedy, Perrottet, & Thomas, 2003; Miller & Waller, 2003). Através da análise de cenários pode-se verificar que há pouca evidência de como os analistas avaliam e comunicam os riscos esperados e as incertezas que afetam o valor de uma empresa a longo prazo (Joos, Piotroski, & Srinivasan, 2016). Também Alessandri et al. (2004) asseguram que o planeamento de cenários fornece aos gestores um modo organizado de analisar e avaliar incertezas e contingências. Alessandri et al. (2004) consideram que normalmente, no processo de criação de cenários, os especialistas sugerem a criação de 3 a 5 cenários. Acrescentam ainda que, o processo de elaboração de cenários, geralmente envolve as seguintes fases: Identificar as forças; Seleção de forças significativas; Apreciação das forças para estabelecer cenários; Escrita de "acontecimentos" ou *scripts*; Estabelecer indicadores (ex.: indicadores de liderança que sugerem para que direção anda o cenário específico). O planeamento de cenários, em primeiro lugar, ajuda na identificação dos riscos e incertezas de longo prazo e o seu impacto na empresa como um todo e, em segundo lugar, auxilia os executivos na definição das suas alternativas e opções, ou seja, aumenta as suas opções (Alessandri et al., 2004).

Para que seja feita a análise do risco na avaliação de empresas e negócios, um dos instrumentos mais completos, ou seja, um dos instrumentos que faz com que os resultados sejam mais credíveis e asseguram mais confiança, por parte dos investidores, é a simulação de Monte Carlo. Neves (2002) considera ser uma ferramenta que analisa o risco, possibilitando investigar todas as combinações possíveis de valores nas variáveis independentes e, conseqüentemente analisa toda a distribuição possível de valores da empresa ou do negócio sob determinadas condições de funcionamento. Para o conceito de risco na análise de decisão, existem dois fatores principais que determinam a decisão do decisor: um é a incerteza dos resultados consequentes da incerteza do estado da ocorrência; outro é a utilidade esperada do tomador de decisão perante uma determinada ação. Portanto, devemos levar esses dois lados em consideração. Quanto maior for a incerteza, maior será o risco; e quanto maior é a utilidade esperada de uma ação, menor é o seu risco (Yang & Qiu, 2005).

### **3 – METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO**

#### **3.1 – QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO, OBJETIVOS E AMOSTRA**

Este trabalho tem como pergunta de investigação base: “existe discrepância entre os *Book Values* e os valores de mercado das empresas avaliadas?”. Pretende-se com este trabalho responder as seguintes questões de investigação:

- Que métodos são adequados para avaliar empresas do setor financeiro?
- Quais são os métodos apropriados para avaliar empresas cotadas e não cotadas?
- Qual o custo médio de capital das empresas financeiras cabo-verdianas em particular os bancos comerciais?

O objetivo principal deste trabalho é de avaliar empresas cabo-verdianas do sector financeiro, cotadas na bolsa de valores. A partir deste objetivo geral visa-se com este trabalho responder aos seguintes objetivos específicos:

- Identificar os métodos de avaliação a aplicar nas empresas cotadas;

- Determinar o custo de capital alheio das empresas;
- Determinar o custo de capital próprio das empresas;
- Determinar o WACC das empresas;

A motivação para realizar esta pesquisa surgiu com o facto de ser uma área de elevada importância, dentro do campo das finanças empresariais, mas também porque existem poucos trabalhos científicos que retratem essa temática da avaliação de empresas e negócios e, muito menos ainda, da avaliação de empresas ou instituições financeiras. É nesse sentido que surgiu essa motivação em avaliar empresas financeiras, ou seja, bancos comerciais do setor bancário cabo-verdiano.

### 3.2 - MÉTODOS A APLICAR NA INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA

Para dar resposta aos objetivos e questões de investigação delineadas no ponto anterior, de modo a proceder à avaliação das empresas foram adotados dois métodos, dos quais, segundo a revisão da literatura efetuada, são dos mais utilizados para avaliar empresas financeiras e não financeiras.

Um dos métodos adotados, nesta avaliação, é o método do FCF que é o método considerado mais correto pelos investigadores para avaliar empresas financeiras e não financeiras. Como indicado na revisão da literatura por Baker e Prakash (2015), o FCF representa o fluxo de caixa livre, que a empresa pode distribuir para os seus acionistas, para que não sejam criadas dificuldades ou pondo em risco o seu funcionamento ou bem-estar futuro. Ainda os mesmos acrescentam que se pode calculá-lo através da seguinte equação (1):

$$FCF = EBIT \cdot (1 - t) + Am - Capif - \Delta WC \quad (1)$$

Sendo:

FCF – *Free Cash Flow*;

EBIT · (1 – t) – Resultados operacionais líquidos de imposto sobre o rendimento;

Am – Amortizações e depreciações do exercício;

Capif – Investimento em capital fixo;

ΔWC – Investimento em *working capital* ou necessidade de fundo de maneo.

Além do método do FCF, também foi adotado o método do EVA. Bancos e instituições financeiras têm algumas características que são particulares em relação aos outros negócios. Devido a isso, as medidas de desempenho quando aplicadas aos bancos precisam ser modificadas para obter informação relevante. Da mesma forma, algumas mudanças precisam ser feitas para o método padrão de cálculo do EVA quando se trata de Bancos (e.g., Thampy & Baheti, 2000; Bhan, 2009). Ainda os mesmos acrescentam que um dos métodos padrão para calcular EVA é o que está apresentado na equação (2) que se segue:

$$EVA = \text{Lucro Operacional Ajustado para impostos} - (\text{Capital Investido} \cdot \text{WACC}) \quad (2)$$

Onde:

EVA – Economic Value Added;

WACC – Custo médio ponderado de capital.

Alguns autores (e.g., Thampy & Baheti, 2000; Bhan, 2009) asseguram que, neste método, a taxa de capital tem em linha de conta o custo do capital alheio, bem como o custo do capital próprio.

### 3.3 – RECOLHA, VARIÁVEIS DE INVESTIGAÇÃO E TRATAMENTO DOS DADOS

A recolha dos dados foi efetuada através dos *sites* dos bancos, onde foi possível fazer o *download* de todas as demonstrações financeiras e relatórios de contas das respetivas instituições e também no *site* do Instituto Nacional de Estatística de Cabo Verde (INECV), onde foi levantado todos os dados acerca das taxas de inflação dos anos de 2006 a 2016. Considerando que o objetivo principal desta pesquisa consiste em avaliar empresas cabo-verdianas do sector financeiro, cotadas na bolsa de valores, no final será feita uma comparação entre os valores obtidos através dos métodos utilizados na avaliação e os respetivos valores contabilísticos.

Para que seja possível avaliar estas instituições financeiras pelo método do FCF nesta pesquisa, foi preciso determinar os resultados operacionais previsionais líquidos de impostos sobre o rendimento [EBIT (1-t)].

Para tal, foram estimados os rendimentos e juros similares (proveitos), para os anos 2017 a 2021, a partir dos dados históricos do ano 2016, projetados através da regressão linear pelo método dos mínimos quadrados relativos aos anos de 2006 a 2016. Após a determinação dos rendimentos e juros similares previsionais (2017-2021) foi determinada a estrutura média, da demonstração de resultados dos anos 2006-2016, dos restantes gastos e rendimentos. Essa estrutura média multiplicada pelos rendimentos e juros similares previsionais obtém-se o resultado operacional previsional para os anos (2017-2021). Posteriormente a este valor adicionou-se as amortizações e depreciações do exercício e das provisões líquidas de reposições e anulações, obtendo-se os fluxos de caixa livres previstos para os anos futuros.

No cálculo do custo do capital próprio, para a determinação do WACC, não foi possível aplicar a fórmula tradicional de cálculo pelo modelo CAPM, como sugerido na revisão da literatura. A principal razão prende-se com as características específicas do mercado bolsista cabo-verdiano, que é altamente ilíquido e ineficiente. Como alternativa vai-se determinar a rentabilidade média dos capitais próprios do sector dividindo o valor médio dos resultados líquidos sobre o valor médio dos capitais próprios, sendo esse o valor considerado como custo do capital próprio. Da mesma forma também foi calculado o custo do capital alheio dividindo o valor médio dos juros e encargos similares sobre o valor médio dos passivos totais.

Atendendo à dimensão dos valores monetários, que as demonstrações financeiras apresentam, as unidades monetárias utilizadas são em milhões de (CVE – Escudo Cabo-verdiano).

Os valores históricos, das demonstrações de resultados, encontram-se todos capitalizados ao mesmo momento temporal (2017). A taxa de capitalização utilizada foi baseada nas taxas anuais de inflação acessíveis na página do Instituto Nacional de Estatística de Cabo Verde relativas aos anos de 2006 a 2016. Tendo em conta a quantidade de variáveis estimadas, assim como os pressupostos tidos em conta ao longo do trabalho, foi elaborada uma análise de sensibilidade com as variáveis que poderão ser consideradas mais sensíveis.

#### **4 – APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

Após a revisão de literatura a nível internacional e descrição da metodologia a adotar neste trabalho, efetuada nos capítulos anteriores, procede-se neste capítulo à apresentação dos resultados, ou seja, a aplicação dos referidos métodos de avaliação aos dois bancos cabo-verdianos selecionados.

##### **4.1 – CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA**

O Banco Comercial do Atlântico (BCA) foi criado, no dia 1 de setembro de 1993, como resultado da separação das vertentes comercial e de supervisão, que vinham sendo desempenhadas pelo Banco de Cabo Verde (BCV), desde 29 de setembro de 1975, tendo o BCV passado, assim, a partir de 1993, a assumir apenas as funções de Banco Central (Banco Comercial do Atlântico, 2017).

O BCA, sociedade anónima de capitais exclusivamente públicos, foi criado pelo Decreto-lei nº 43/93, de 16 de julho, com o capital inicial de 500.000.000\$00 (quinhentos milhões de escudos). Foi constituída, na mesma data, através do Decreto-lei nº 44/93, a comissão instaladora do BCA composta por 5 (cinco) membros, de entre os quais um presidente, nomeados por despacho do Ministro das Finanças (Banco Comercial do Atlântico, 2017). De acordo com Banco Comercial do Atlântico (2017), o primeiro Conselho de Administração do BCA iniciou as suas atividades no dia 1 de setembro de 1993. O Decreto-lei nº 70/98, de 31 de dezembro autoriza a alienação de parte das ações detidas pelo Estado no Banco Comercial do Atlântico, SARL (BCA). A Resolução nº 74/98, da mesma data, aprovou a regulamentação do concurso internacional para aquisição das respetivas ações, bem como a escolha dos parceiros estratégicos para o desenvolvimento das Instituições Financeiras do País (Banco Comercial do Atlântico, 2017). No âmbito dessa negociação, foi selecionado como parceiro estratégico para o BCA o Agrupamento constituído pela Caixa Geral de Depósitos/Banco Interatlântico, que adquiriu 52,5% do capital do BCA, em fevereiro de 2000. Em 27 de Novembro do mesmo ano, é alienado pelo Estado de Cabo Verde 25% da sua participação em "sessão especial de Bolsa" a pequenos investidores e trabalhadores do banco, dando assim cumprimento à segunda fase do processo de privatização (Banco Comercial do Atlântico, 2017).

Assim, o sector financeiro cabo-verdiano alterou-se com a aquisição (de forma direta e indireta) da maioria do capital social do Banco Comercial do Atlântico, da Garantia - Companhia de Seguros de Cabo Verde e da Promotora - Sociedade de Capital de Risco pelo Agrupamento constituído pela Caixa Geral de Depósitos e

Banco Interatlântico. Deste modo, criou-se o maior grupo financeiro do país, o que veio permitir maiores sinergias nas atividades dessas instituições (Banco Comercial do Atlântico, 2017). Segundo Banco Comercial do Atlântico (2017), o Capital Social do BCA ascende a 1.324.765.000 (mil trezentos e vinte e quatro milhões setecentos e sessenta e cinco mil escudos) e em 31/12/2014 era detido pelos acionistas, em que se pode constatar, as participações do agrupamento Caixa Geral de Depósitos / Banco Interatlântico, do Instituto Nacional de Previdência Social (INPS), da Garantia - Campanha de Seguros de Cabo Verde e do Aeroporto e Segurança Aérea. Na altura da transferência das funções de banco comercial do BCV para o BCA, a rede de distribuição bancária limitava-se a 12 agências e três prolongamentos: agências da Ribeira Grande e do Porto Novo - Ilha de Santo Antão, São Vicente, São Nicolau, Sal, Boavista, Maio, Fogo e da Brava, bem como da Praia, Santa Catarina e do Tarrafal - Ilha de Santiago e os prolongamentos de Mosteiros - ilha do Fogo, Tarrafal de São Nicolau e na ilha do Sal (Banco Comercial do Atlântico, 2017). O BCA aumentou claramente a sua rede de distribuição. Atualmente conta com 34 balcões instalados em todas as Ilhas e em quase todos os concelhos. A partir do ano 1999, apostando nas novas tecnologias introduziu as máquinas automáticas como mais uma opção para os canais de distribuição. Houve um crescimento significativo nos últimos anos, impulsionado tanto pelo bastante uso de novas tecnologias na sociedade cabo-verdiana, bem como pelas políticas de dinamização dos canais não presenciais implementadas. Em 2015 apostou na instalação de máquinas de depósitos rápidos, primeira rede de máquinas para depósitos de notas (Banco Comercial do Atlântico, 2017).

Em 2014 grande parte de transações correntes foram realizadas através dos canais eletrónicos. No que respeita aos cartões de débito, o BCA emitiu 36.458 cartões Vinti4, menos 663 (21%) que em 2013. A produção Vinti4 do BCA representou 42% de toda a produção da rede. Em 2014 registou-se um aumento de 6.531 unidades, 8% em relação ao ano de 2013. No que refere aos cartões ativos do BCA, a 31 de dezembro de 2014 o Banco contava com 62.266 unidades, um aumento de 795 em relação ao ano de 2013 tendo representado 35% de toda a rede (Banco Comercial do Atlântico, 2017). Ainda em 2014 foram emitidos 850 cartões de crédito da Rede Visa, sendo 650 destas renovações/substituições. Em relação a 2013, as emissões aumentaram em 59 cartões (7%). Assim, a 31 de dezembro de 2014 o BCA acumulava 1.610 cartões Visa de crédito. O Produto Visa Pré-pago, *BCA Visa Flex*, continua sendo o mais procurado. Foram emitidos 3.053 cartões *Visa Flex* em 2014, sendo 1.735 (57%) renovações e 1.318 (43%) novas emissões. Em termos de cartões acumulados, a 31 de dezembro o BCA acumulava 4.918 cartões *Visa Flex* (Banco Comercial do Atlântico, 2017).

A Caixa Económica de Cabo Verde (CECV) foi criada a 18 de maio de 1928 com a designação de "Caixa Económica Postal", integrada no então serviço dos "Correios e Telegráficos" sob a tutela do Ministério das Telecomunicações da República Portuguesa. No dia 30 de dezembro de 1985, foi transformada numa instituição financeira autónoma, com a designação de Caixa Económica de Cabo Verde, sob a tutela do Ministério das Finanças de Cabo Verde. De 1993 a 2000, a Caixa Económica de Cabo Verde, teve um crescimento qualitativo e quantitativo substancial, bem visível, sobretudo a nível nacional. Este desenvolvimento consubstancia com o crescimento verificado a nível dos depósitos, do crédito concedido e dos fundos próprios. Também este crescimento foi proporcionado, de entre outros, pelo alargamento da gama de produtos e serviços, alargamento da rede de agências, introdução de um novo estilo de relacionamento com o cliente e soluções informáticas modernas e inovadoras (Caixa Económica de Cabo Verde, 2017). Ainda segundo a mesma fonte, em 2012, a Caixa Económica de Cabo Verde tornou-se no 1.º Banco em Cabo Verde com certificação internacional do Sistema de Gestão da Segurança de Informação e do Sistema de Gestão da Qualidade em conformidade com as normas internacionais ISO 27001:2013 e ISO 9001:2015, respetivamente. O maior acionista da CECV é o Instituto Nacional de Previdência Social com 32% do capital.

#### **4.2 - PRESSUPOSTOS E TRABALHO PREPARATÓRIO PARA A AVALIAÇÃO**

Antes de iniciarmos com a avaliação das instituições financeiras e para que seja possível uma melhor compreensão da metodologia aplicada na seguinte avaliação é necessária esclarecer alguns pressupostos adotados:

- i) A taxa de imposto (sobre o rendimento) assumida, ao longo do trabalho, foi de 25% uma vez que as instituições financeiras, a serem avaliadas, têm a sua sede em Cabo Verde, sendo essa a taxa que é aplicada na tributação do imposto único sobre o rendimento das pessoas coletivas (IUR-PC).
- ii) As taxas de crescimento do PIB previsionais, de 2017 até 2021, foram baseadas num documento de previsão elaborado pelo Departamento de Estudos da Caixa Económica Montepio Geral, onde sugerem algumas previsões económicas e indicadores sociais e demográficas de Cabo Verde.

- iii) O custo de capital alheio (variável a considerar no cálculo do WACC), foi calculado tendo em consideração a média dos quocientes dos valores dos juros e encargos similares sobre os valores totais dos passivos para os vários anos históricos assumidos.
- iv) Ainda para o cálculo do WACC, foi determinado o custo do capital próprio, onde foi calculado o quociente dos valores médios dos resultados líquidos sobre os valores médios dos capitais próprios para os vários anos históricos.

Os subpontos seguintes, embora não estejam diretamente relacionados com a metodologia de avaliação, correspondem a uma tarefa relevante preparatória ao trabalho de avaliação. Essa tarefa preparatória consiste em proceder uma análise histórica, sobre a situação da empresa e do mercado, que se insere nas tarefas relacionadas com a *due diligence*. Flyvbjerg (2013) assegura que a *due diligence* é geralmente uma avaliação dos ativos de uma empresa ou de um investimento. Ela é entendida como uma avaliação dos custos e benefícios decorrentes de investimentos num determinado projeto, principalmente se esses custos e benefícios estimados, num determinado projeto, são prováveis que venham a concretizar-se. A *due diligence* é, portanto, desenvolvida para ser usada como "controle de qualidade" em relação a negócios, análises de custos e benefícios e a quaisquer outras decisões de investimentos.

### 4.3 - AVALIAÇÃO DO BCA

Concluída a abordagem teórica acerca dos vários métodos de avaliação a serem aplicados nesta pesquisa e as suas fórmulas de cálculo, bem como as variáveis que as definem procede-se, neste capítulo, à avaliação das várias instituições financeiras apresentadas anteriormente.

#### 4.3.1 - ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA DO BCA PARA O PERÍODO 2006-2016

De acordo com a tabela 1, pode-se observar o cálculo de alguns rácios considerados de maior relevância para o setor bancário. Estes foram calculados para todos os anos do período histórico determinando-se, no final, a média (e desvio padrão) para esse período.

Tabela 1 - Rácios financeiros do Banco BCA, para o período 2006-2016

| Anos                 | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013 | 2014  | 2015  | 2016  | Média | DP <sup>1</sup> |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
| ROA <sup>2</sup> (%) | 0,67  | 1,05  | 1,54  | 0,95  | 1,07  | 0,80  | 0,48  | 0,31 | 0,40  | 0,46  | 0,46  | 0,74  | 0,38            |
| ROE <sup>3</sup> (%) | 18,32 | 25,95 | 31,10 | 20,48 | 24,67 | 17,78 | 9,06  | 4,90 | 6,11  | 7,58  | 7,58  | 15,77 | 9,17            |
| ML <sup>4</sup> (%)  | 16,31 | 21,41 | 27,51 | 18,58 | 21,24 | 16,64 | 11,76 | 8,36 | 11,47 | 13,94 | 13,94 | 16,47 | 5,47            |
| RA <sup>5</sup>      | 4,12  | 4,92  | 5,58  | 5,10  | 5,03  | 4,80  | 4,12  | 3,74 | 3,46  | 3,28  | 3,28  | 4,31  | 0,81            |
| MF <sup>6</sup> (%)  | 2,22  | 3,13  | 3,68  | 3,74  | 3,76  | 3,58  | 3,06  | 2,72 | 2,45  | 2,40  | 2,40  | 3,01  | 0,60            |

Notas: <sup>1</sup>DP: Desvio Padrão; <sup>2</sup>ROA: *Return On Assets*; <sup>3</sup>ROE: *Return On Equity*; <sup>4</sup>ML: Margem Lucro; <sup>5</sup>RA: Rotação dos Ativos; <sup>6</sup>MF: Margem Financeira.

Relativamente ao rácio ROA, conhecido como rendibilidade económica, observa-se que, durante o período analisado, o BCA geriu os seus ativos com uma maior eficiência no período de 2006 até 2011. A partir do ano 2012 até 2016 teve uma redução clara do nível de eficiência na gestão dos seus ativos. Em relação ao ROE, também se verificou idêntico comportamento, evidenciando claramente que o banco obteve um maior retorno, do seu capital próprio, no período de 2006 a 2011 e a partir de 2012 foi menos eficiente em gerar lucros. O mesmo acontece com os demais rácios analisados.

#### 4.3.2 – AVALIAÇÃO DO BCA

Efetuada a análise económica e financeira histórica através de rácios considerados revelantes na avaliação dos bancos procede-se, de seguida, com a sua avaliação através dos métodos de avaliação na metodologia

deste trabalho. Partindo do apuramento do resultado operacional previsional, seguindo-se a aplicação dos métodos FCF e EVA e a respetiva análise de sensibilidade.

A taxa de crescimento, dos juros e rendimentos similares, foi determinada com base na taxa de crescimento histórica do BCA, nos anos de 2006 a 2016, realizando-se uma previsão para os cinco anos futuros (2017-2021). Estas previsões foram calculadas com base na regressão linear, pelo método dos mínimos quadrados.

A tabela 2 representa a demonstração de resultados previsional do BCA, para o período de 2017 a 2021.

Tabela 2 - Demonstração de Resultados Previsional do BCA em milhões de CVE

| Rubricas                                          | 2016            | 2017            | 2018            | 2019            | 2020            | 2021            |
|---------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Juros e Rendimentos Similares                     | 3.718,21        | 3.730,90        | 3.715,50        | 3.700,09        | 3.684,68        | 3.669,27        |
| Juros e Encargos Similares                        | 1.807,34        | 1.586,83        | 1.580,28        | 1.573,73        | 1.567,17        | 1.560,62        |
| <b>Margem Financeira</b>                          | <b>1.910,87</b> | <b>2.144,07</b> | <b>2.135,22</b> | <b>2.126,36</b> | <b>2.117,51</b> | <b>2.108,65</b> |
| Rendimentos de Instrumentos de Capital            | 133,11          | 213,18          | 212,29          | 211,41          | 210,53          | 209,65          |
| Rendimentos de Serviços e Comissões               | 395,39          | 448,63          | 446,77          | 444,92          | 443,07          | 441,22          |
| Encargos de Serviços e Comissões                  | 39,44           | 41,88           | 41,71           | 41,54           | 41,36           | 41,19           |
| Resultados Ativos Financeiros Disponíveis p/Venda | -               | -               | -               | -               | -               | -               |
| Resultados de Reavaliação Cambial                 | 139,03          | 158,33          | 157,67          | 157,02          | 156,36          | 155,71          |
| Resultados de Alienação de Outros Ativos          | 4,93            | 1,02            | 1,01            | 1,01            | 1,01            | 1,00            |
| Outros Resultados de Exploração                   | 67,05           | 157,43          | 156,78          | 156,13          | 155,48          | 154,83          |
|                                                   | -               | -               | -               | -               | -               | -               |
| <b>PRODUTO BANCÁRIO</b>                           | <b>2.610,93</b> | <b>3.080,76</b> | <b>3.068,04</b> | <b>3.055,32</b> | <b>3.042,59</b> | <b>3.029,87</b> |
|                                                   | -               | -               | -               | -               | -               | -               |
| Custos com Pessoal                                | 1.253,21        | 1.203,50        | 1.198,53        | 1.193,56        | 1.188,59        | 1.183,62        |
| Gastos Gerais Administrativos                     | 660,62          | 705,70          | 702,79          | 699,88          | 696,96          | 694,05          |
| Amortizações do Exercício                         | 187,34          | 193,77          | 192,97          | 192,17          | 191,37          | 190,57          |
| Provisões Líquidas de Reposições e Anulações      | -               | 204,72          | 203,87          | 203,03          | 202,18          | 201,34          |
| Imparidade de Outros Ativos Financeiros Líquidos  | 185,37          | 188,01          | 187,24          | 186,46          | 185,68          | 184,91          |
| Imparidade de Outros Ativos Líquida Reversões     | -               | 7,67            | 7,64            | 7,61            | 7,58            | 7,55            |
| Resultados de Filiais Excluídas de Consolidação   | 39,44           | 29,20           | 29,08           | 28,95           | 28,83           | 28,71           |
| Resultado Operacionais antes de Impostos          | 363,83          | 606,58          | 604,08          | 601,57          | 599,07          | 596,56          |
| Imposto                                           | 90,96           | 151,65          | 151,02          | 150,39          | 149,77          | 149,14          |
| <b>Resultado Operacionais Líquido de Impostos</b> | <b>272,88</b>   | <b>454,94</b>   | <b>453,06</b>   | <b>451,18</b>   | <b>449,30</b>   | <b>447,42</b>   |

Após a determinação previsional dos juros e rendimentos similares, para o período previsional, determinaram-se as restantes rubricas tendo por base a estrutura média de cada rubrica da demonstração de resultados histórica percentual.

Na avaliação da empresa, pelo método do FCF, o seu valor foi estimado através da aplicação da fórmula (1), conforme anteriormente apresentado na metodologia. Teve como base, para a sua determinação, o valor dos resultados operacionais líquidos de imposto, o qual foi estimado previamente e se encontra na tabela 2, acrescido dos valores das depreciações do exercício e das provisões líquidas de reposições e anulações. Nesta avaliação assume-se que o banco não efetuou qualquer investimento em capital fixo e também não realizou nenhum investimento em *working capital*.

Tabela 3 - Cálculo dos FCF do BCA e a sua atualização em milhões de CVE

| Rubricas                                           | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | Valor em Continuidade |
|----------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------------|
| <b>Resultados Operacionais Líquido de Impostos</b> | <b>273</b> | <b>455</b> | <b>453</b> | <b>451</b> | <b>449</b> | <b>447</b> |                       |
| Amortizações do Exercício                          | 187        | 194        | 193        | 192        | 191        | 191        |                       |
| Provisões Líquidas de Reposições e Anulações       | -          | 205        | 204        | 203        | 202        | 201        |                       |

|                       |               |     |     |     |     |        |
|-----------------------|---------------|-----|-----|-----|-----|--------|
| FCF <sup>1</sup>      | 853           | 850 | 846 | 843 | 839 | 36 931 |
| <b>FCF atualizado</b> | <b>35 793</b> |     |     |     |     |        |

Nota: <sup>1</sup>FCF: *Free Cash Flow*

O valor do BCA, obtido através da avaliação realizada pelo método do FCF, é de 35.793 milhões de escudos cabo-verdianos conforme apresentado na tabela 3.

Para a aplicação do método do EVA, também se teve por base a rubrica dos resultados operacionais líquidos de imposto, apresentados na tabela 2, onde foi descontado o valor médio do custo de capital suportado, como indicado na equação (2). Tendo em conta que os EVA, ao longo do período em análise, são negativos, tal indicia que o custo médio de capital é superior ao retorno do capital investido, não se verificando a criação de valor por parte da empresa. Esta tendência ainda se pode confirmar, a partir dos valores dos EVA previstos que, nos próximos anos, o BCA continuará a destruir o seu valor, ou seja, o banco BCA não irá acrescentar valor económico porque ao longo dos anos previstos terá resultados operacionais líquidos de impostos inferiores aos valores do custo de capital suportado.

Tabela 4 - *Cálculo do EVA, MVA e VE do BCA em milhões de CVE*

| Rubricas                                           | 2016            | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | Valor em Continuidade |
|----------------------------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------|
| <b>Resultados Operacionais Líquido de Impostos</b> | <b>273</b>      | <b>455</b>     | <b>453</b>     | <b>451</b>     | <b>449</b>     | <b>447</b>     |                       |
| CI <sup>1</sup>                                    | 79 693          |                |                |                |                |                |                       |
| Crescimento do PIB                                 | 0,22%           |                |                |                |                |                |                       |
| WACC <sup>2</sup>                                  | 2,49%           |                |                |                |                |                |                       |
| <b>EVA<sup>3</sup></b>                             |                 | <b>- 1 532</b> | <b>- 1 533</b> | <b>- 1 535</b> | <b>- 1 537</b> | <b>- 1 539</b> | <b>- 67 721</b>       |
| <b>MVA<sup>4</sup></b>                             | <b>- 65 554</b> |                |                |                |                |                |                       |
| <b>VE<sup>5</sup></b>                              | <b>14 139</b>   |                |                |                |                |                |                       |

Notas: <sup>1</sup>CI: Capital Investido; <sup>2</sup>WACC: Custo médio ponderado do capital; <sup>3</sup>EVA: *Economic Value Added*; <sup>4</sup>MVA: *Market value added*; <sup>5</sup>VE: Valor (Total) da Empresa.

Tendo todos os valores dos EVA negativos conforme a tabela 4, resultou num MVA negativo de 65.554 milhões de CVE, isto porque o MVA é o valor atualizado de todos os EVA futuros.

De forma a analisar o impacto das rubricas dos juros e rendimentos similares (proveitos) e do produto bancário (proveitos) nos valores alcançados, pelos diferentes métodos de avaliação aplicados, foi realizada a análise de sensibilidade. Desta análise, pode-se constatar que, para o BCA obter um valor positivo do MVA, ele tem que crescer, em cada ano previsional, aproximadamente 40% dos juros e rendimentos similares (proveitos) ou 14%, igualmente em cada ano, do produto bancário (proveitos).

Foi ainda efetuada a análise de sensibilidade, tendo em conta a variação de duas variáveis em simultâneo, variando as rubricas de margem financeira e de gastos com o pessoal, o qual revela que, mesmo aumentando 10% da margem ou diminuindo os gastos com o pessoal em 20% terá um resultado negativo do MVA. Ainda da análise de sensibilidade realizada cruzando algumas variáveis em simultâneo verificou-se que ao obter um crescimento de 4,5% da margem e de 30% nos juros e rendimentos similares (proveitos), ou caso ter um crescimento de 3,5% da margem e 13% do produto bancário o BCA terá um MVA positivo.

#### 4.4 - AVALIAÇÃO DO CECV

Procede-se de seguida à avaliação do banco CECV tendo em conta a mesma metodologia utilizada para o banco anterior.

##### 4.4.1 - ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA DA CECV PARA O PERÍODO 2006-2016

Tomando em consideração a tabela 5 verifica-se que, no período de 2006 até 2011, a CECV, com base nos recursos que possui, conseguiu obter um maior retorno e também teve maior capacidade em gerar lucros comparativamente ao BCA. No entanto, os seus acionistas têm uma ROE menor que os acionistas do BCA, fruto de uma estrutura de capital próprio mais elevado. Após o ano 2011, o banco CECV só voltou a ser mais eficiente, na gestão dos seus ativos e conseguiu gerar maior rentabilidade do capital próprio, no ano 2015. Para os outros indicadores analisados, foi verificada a mesma tendência, nos resultados, em relação aos anos avaliados.

Da análise económica e financeira realizada aos bancos objeto de estudo pode-se constatar, a partir das médias dos anos históricos em estudo, que o banco que apresenta uma gestão dos seus ativos mais eficiente é a CECV, sendo o BCA o banco que apresenta uma maior capacidade em gerar lucros.

Tabela 5 - *Rácios financeiros do Banco CECV, no período 2006-2016*

| Anos                 | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012 | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | Média | DP <sup>1</sup> |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
| ROA <sup>2</sup> (%) | 1,10  | 1,75  | 0,89  | 0,94  | 1,03  | 1,03  | 0,26 | 0,41  | 0,42  | 0,75  | 0,33  | 0,81  | 0,44            |
| ROE <sup>3</sup> (%) | 16,43 | 22,96 | 12,47 | 9,55  | 11,39 | 12,19 | 3,43 | 5,61  | 6,11  | 10,56 | 5,46  | 10,56 | 5,63            |
| ML <sup>4</sup> (%)  | 16,44 | 17,87 | 9,99  | 16,20 | 18,04 | 20,05 | 6,20 | 10,43 | 12,43 | 21,31 | 10,03 | 14,45 | 4,88            |
| RA <sup>5</sup>      | 6,67  | 9,78  | 8,93  | 5,78  | 5,72  | 5,13  | 4,25 | 3,89  | 3,40  | 3,51  | 3,25  | 5,48  | 2,22            |
| MF <sup>6</sup> (%)  | 3,11  | 4,01  | 4,13  | 4,77  | 4,83  | 4,46  | 3,69 | 3,47  | 2,98  | 3,10  | 2,71  | 3,75  | 0,74            |

Notas: <sup>1</sup>DP: Desvio Padrão; <sup>2</sup>ROA: *Return On Assets*; <sup>3</sup>ROE: *Return On Equity*; <sup>4</sup>ML: Margem Lucro; <sup>5</sup>RA: Rotação dos Ativos; <sup>6</sup>MF: Margem Financeira.

Denota-se ainda que, os dois bancos analisados apresentaram quebras na margem e rentabilidade entre os anos 2012 e 2013, possivelmente em resultado do efeito retardado da crise financeira mundial que se instalou em 2007/2008.

Tabela 6 – *Análise geral dos bancos através da média e desvio padrão dos rácios financeiros analisados, no período 2006-2016*

| Rácios           | BCA             |                 | CECV            |                 | BCV - 2016           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------------|
|                  | MD <sup>1</sup> | DP <sup>3</sup> | MD <sup>1</sup> | DP <sup>3</sup> | IRFSBCV <sup>2</sup> |
| ROA <sup>4</sup> | 0,74            | 0,38            | 0,81            | 0,44            | 0,3                  |
| ROE <sup>5</sup> | 15,77           | 9,17            | 10,56           | 5,63            | 4,0                  |
| ML <sup>6</sup>  | 16,47           | 5,47            | 14,45           | 4,88            | -                    |
| RA <sup>7</sup>  | 4,31            | 0,81            | 5,48            | 2,22            | -                    |
| MF <sup>8</sup>  | 3,01            | 0,60            | 3,75            | 0,74            | 2,5                  |

Notas: <sup>1</sup>MD: Média; <sup>2</sup>IRFSBCV: Indicadores de Robustez Financeiro do Setor Bancário de Cabo Verde; <sup>3</sup>DP: Desvio Padrão <sup>4</sup>ROA: *Return On Assets*; <sup>5</sup>ROE: *Return On Equity*; <sup>6</sup>ML: Margem Lucro; <sup>7</sup>RA: Rotação dos Ativos; <sup>8</sup>MF: Margem Financeira

Comparando a média dos indicadores analisados, por cada banco, com os indicadores de robustez financeira do setor bancário cabo-verdiano, pode-se verificar que todos os bancos apresentam valores médios acima dos valores apresentados pelos indicadores de robustez financeiro do setor bancário, ou seja, apresentam valores médios acima dos mínimos exigidos pelo banco central de Cabo Verde.

De salientar que, o setor bancário de Cabo Verde apresentou uma ROE de 11,7%, em 2016, sendo que o BCA apresentou um rácio médio de 15,77%, a CECV apresentou um rácio médio de 10,56%, o BI apresentou um rácio médio de 9,13% e o BCN apresentou um rácio médio de 6,27%. Como se pode verificar, pela análise dos rácios anteriores, os bancos cotados apresentam uma rentabilidade dos capitais próprios superior ou muito próxima do setor, enquanto que os bancos não cotados apresentam uma rentabilidade dos capitais próprios a baixo da média do setor.

#### 4.4.2 – AVALIAÇÃO DA CECV

Depois de feita a análise económica e financeira histórica da CECV através de rácios, apresenta-se o apuramento do resultado operacional previsional e posteriormente a avaliação da CECV através dos métodos FCF e EVA. Finaliza-se com a análise de sensibilidade. Os valores dos juros e rendimentos similares foram determinados com base nos valores históricos de 2006 até 2016 e a partir destes foi realizada uma previsão para os cinco anos futuros. Estas previsões foram calculadas com base na regressão linear, pelo método dos mínimos quadrado. A tabela 7 representa a demonstração de resultados previsional da CECV, para o período de 2017 a 2021.

Tabela 7 - *Demonstração de Resultados Previsional da CECV em milhões de CVE*

| Rubricas                                          | 2016            | 2017            | 2018            | 2019            | 2020            | 2021            |
|---------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Juros e Rendimentos Similares                     | 3.333,86        | 3.685,85        | 3.835,30        | 3.984,74        | 4.134,19        | 4.283,64        |
| Juros e Encargos Similares                        | 1.669,69        | 1.502,39        | 1.563,31        | 1.624,22        | 1.685,14        | 1.746,05        |
| <b>Margem Financeira</b>                          | <b>1.664,17</b> | <b>2.183,46</b> | <b>2.271,99</b> | <b>2.360,52</b> | <b>2.449,05</b> | <b>2.537,58</b> |
| Rendimentos de Instrumentos de Capital            | -               | 92,98           | 96,75           | 100,52          | 104,29          | 108,06          |
| Rendimentos de Serviços e Comissões               | 182,11          | 349,62          | 363,80          | 377,98          | 392,15          | 406,33          |
| Encargos de Serviços e Comissões                  | 64,58           | 49,59           | 51,60           | 53,61           | 55,62           | 57,63           |
| Resultados Ativos Financeiros Disponíveis p/Venda | -               | 0,01            | 0,01            | 0,01            | 0,01            | 0,01            |
| Resultados de Reavaliação Cambial                 | 67,94           | 179,24          | 186,50          | 193,77          | 201,04          | 208,31          |
| Resultados de Alienação de Outros Ativos          | 2,96            | 382,86          | 398,38          | 413,91          | 429,43          | 444,95          |
| Outros Resultados de Exploração                   | 139,52          | 88,60           | 92,19           | 95,78           | 99,38           | 102,97          |
|                                                   | -               | -               | -               | -               | -               | -               |
| <b>PRODUTO BANCÁRIO</b>                           | <b>1.992,11</b> | <b>3.227,17</b> | <b>3.358,02</b> | <b>3.488,87</b> | <b>3.619,71</b> | <b>3.750,56</b> |
|                                                   | -               | -               | -               | -               | -               | -               |
| Custos com Pessoal                                | 725,99          | 749,25          | 779,63          | 810,00          | 840,38          | 870,76          |
| Gastos Gerais Administrativos                     | 535,40          | 790,17          | 822,21          | 854,25          | 886,28          | 918,32          |
| Amortizações do Exercício                         | 220,47          | 229,94          | 239,26          | 248,59          | 257,91          | 267,23          |
| Provisões Líquidas de Reposições e Anulações      | 13,71           | 563,66          | 586,51          | 609,36          | 632,22          | 655,07          |
| Imparidade de Outros Ativos Financeiros Líquidos  | 299,45          | 295,79          | 307,78          | 319,78          | 331,77          | 343,76          |
| Imparidade de Outros Ativos Líquida Reversões     | -               | -               | -               | -               | -               | -               |
| Resultados de Filiais Excluídas de Consolidação   | 7,40            | 4,82            | 5,02            | 5,21            | 5,41            | 5,60            |
| Resultado Operacionais antes de Impostos          | 204,50          | 593,54          | 617,61          | 641,68          | 665,74          | 689,81          |
| Imposto                                           | 51,12           | 148,39          | 154,40          | 160,42          | 166,44          | 172,45          |
| <b>Resultado Operacionais Líquido de Impostos</b> | <b>153,37</b>   | <b>445,16</b>   | <b>463,21</b>   | <b>481,26</b>   | <b>499,31</b>   | <b>517,36</b>   |

As restantes rubricas são calculadas, multiplicando os valores previstos dos juros e rendimentos similares pela média final de cada rubrica da demonstração de resultados histórica percentual da CECV.

Para avaliação pelo método do FCF, o valor da empresa foi calculado através da equação (1), conforme apresentado anteriormente na metodologia e teve como suporte para a sua determinação, o valor dos resultados operacionais líquidos de imposto, o qual foi estimado antes e se encontra na tabela 8, acrescido dos valores das depreciações do exercício e das provisões líquidas de reposições e anulações, assumindo que a CECV não fez nenhum investimento em capital fixo e nenhum investimento em *working capital*.

Como pode-se verificar, de acordo com a tabela 8, o valor da CECV obtido através da avaliação realizada pelo método do FCF é de 59.957 milhões de escudos cabo-verdiano.

Tabela 8 - Cálculo dos FCF da CECV e a sua atualização em milhões de CVE

| Rubricas                                           | 2016          | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | Valor em Continuidade |
|----------------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|
| <b>Resultados Operacionais Líquido de Impostos</b> | <b>153</b>    | <b>445</b>   | <b>463</b>   | <b>481</b>   | <b>499</b>   | <b>517</b>   |                       |
| Amortizações do Exercício                          | 220           | 230          | 239          | 249          | 258          | 267          |                       |
| Provisões Líquidas de Reposições e Anulações       | 14            | 564          | 587          | 609          | 632          | 655          |                       |
| <b>FCF<sup>1</sup></b>                             |               | <b>1 239</b> | <b>1 289</b> | <b>1 339</b> | <b>1 389</b> | <b>1 440</b> | <b>62 430</b>         |
| <b>FCF atualizado</b>                              | <b>59 957</b> |              |              |              |              |              |                       |

Nota: <sup>1</sup>FCF: *Free Cash Flow*

Para a aplicação do método do EVA, também teve por base a rubrica dos resultados operacionais líquidos de imposto, apresentada na tabela 7, onde foi descontado o valor médio do custo de capital suportado, como indicado na equação (2).

Tabela 9 - Cálculo do EVA, MVA e VE da CECV em milhões de CVE

| Rubricas                                           | 2016            | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | Valor em Continuidade |
|----------------------------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------|
| <b>Resultados Operacionais Líquido de Impostos</b> | <b>153</b>      | <b>445</b>     | <b>463</b>     | <b>481</b>     | <b>499</b>     | <b>517</b>     |                       |
| CI <sup>1</sup>                                    | 61 369          |                |                |                |                |                |                       |
| Crescimento do PIB                                 | 0,22%           |                |                |                |                |                |                       |
| WACC <sup>2</sup>                                  | 2,53%           |                |                |                |                |                |                       |
| <b>EVA<sup>3</sup></b>                             |                 | <b>- 1 105</b> | <b>- 1 087</b> | <b>- 1 069</b> | <b>- 1 051</b> | <b>- 1 033</b> | <b>- 44 789</b>       |
| <b>MVA<sup>4</sup></b>                             | <b>- 43 530</b> |                |                |                |                |                |                       |
| <b>VE<sup>5</sup></b>                              | <b>17 840</b>   |                |                |                |                |                |                       |

Notas: <sup>1</sup>CI: Capital Investido; <sup>2</sup>WACC: Custo médio ponderado do capital; <sup>3</sup>EVA: *Economic Value Added*; <sup>4</sup>MVA: *Market value added*; <sup>5</sup>VE: Valor (Total) da Empresa.

Tendo em conta que os EVA ao longo do período são negativos, isto indica que há sinais que o custo médio de capital é superior ao retorno do capital investido. Também se pode verificar, a partir dos valores dos EVA previstos, que nos próximos anos a CECV continuará a destruir valor, ou seja, a CECV não irá acrescentar valor económico porque ao longo dos anos previstos terá resultados operacionais líquidos de impostos inferior ao valor do custo de capital suportado. Tendo todos os valores dos EVA negativos conforme a tabela 9, resultou num MVA negativo de 43.530 milhões de CVE.

Dos valores finais da CECV, alcançados pelos diferentes métodos de avaliação aplicados, foi efetuada a análise de sensibilidade para algumas das rubricas dos quais representam pesos mais significativos na demonstração de resultados previsionais. Da análise realizada, pode-se averiguar que para a CECV conseguir obter um MVA positivo, ele tem que crescer aproximadamente 30% dos juros e rendimentos similares (proveitos) ou então 10% do produto bancário (proveitos).

Ainda foi feita a análise de sensibilidade das rubricas (margem financeira e gastos com o pessoal), onde se pode verificar que, mesmo aumentando a margem financeira em 10%, ou diminuindo os gastos com o pessoal em 20%, a CECV continuará com um MVA negativo. Também foi efetuada análise de sensibilidade cruzando algumas variáveis, onde se pode verificar que, para a CECV conseguir obter um MVA positivo, a empresa tem que obter um crescimento de 4,5% da margem financeira e de 20% dos juros e rendimentos similares (proveitos). Ou ainda, caso obtenha um crescimento de 5% da margem financeira e 8% do seu produto bancário.

## 5 - CONCLUSÃO

Este trabalho de investigação teve como objetivo avaliar empresas financeiras do setor bancário cabo-verdiano, cotadas na bolsa de valores. Durante a revisão da literatura foram retratados vários métodos de avaliação de empresas, incluindo algumas vantagens e desvantagens de cada um deles. Dos métodos de avaliação de empresas analisados, verificou-se que todos eles são mais utilizados na avaliação de empresas não financeiras, mas que também podem ser utilizados na avaliação de empresas financeiras.

Antes de se aplicar os métodos de avaliação de empresas selecionados, foi realizada uma análise económica e financeira dos rácios para os dois bancos avaliados. Dessa análise constatou-se, a partir das médias dos anos históricos em estudo, que o banco que apresenta uma gestão mais eficiente dos seus ativos é a CECV. Por seu lado, o banco que apresenta uma maior capacidade em gerar lucros, a partir do seu capital próprio, é o BCA.

Optou-se por aplicar os métodos FCF – “Free Cash Flow” e EVA – “Economic Value Added”, não só pelo facto de, aparentemente, serem os métodos mais adequados para os casos em estudo mas, de acordo com toda a revisão de literatura efetuada, o método do FCF é o mais apropriado para avaliar empresas financeiras e não financeiras, enquanto que o método do EVA é o que avalia as decisões dos gestores a partir dos resultados alcançados pelos mesmos.

Dos métodos aplicados na avaliação desses bancos todos eles apresentaram a mesma tendência nos valores finais alcançados. Pelo método do FCF, todos os bancos alcançaram valores positivos dos FCF, onde o banco que apresentou o maior valor foi a CECV sendo avaliada em 59.957 milhões de escudos cabo-verdianos. Em relação ao método do EVA, os dois bancos avaliados apresentaram valores negativos dos EVA ao longo dos anos previstos, originando um valor do MVA também ele negativo. Estes resultados evidenciam que, ao longo dos anos previstos, os gestores estão a destruir o valor das instituições em estudo.

Pela comparação da rentabilidade dos capitais próprios, dos bancos em estudo, com os dados do setor de Cabo Verde verifica-se que, ambos os bancos apresentam rentabilidades dos capitais próprios superiores ou muito próximas da rentabilidade do sector.

Conclui-se ainda que, de todas as variáveis analisadas da demonstração de resultados previsionais, a mais sensível é o produto bancário. Ou seja, para que os bancos avaliados no presente trabalho vejam a sua rentabilidade aumentar é fundamental que façam crescer o produto bancário no seu todo.

Apesar da relevância do tema, da investigação realizada e dos contributos identificados, anteriormente, o presente trabalho empírico apresenta algumas limitações. Desde logo, a falta de alguma informação extra contabilística para tornar o valor encontrado mais próximo do justo valor. Embora se tenha elaborado a análise de sensibilidade, para se ter uma ideia mais clara do risco que se está a correr, com a simulação de Monte Carlo tinha-se uma perceção mais exata do referido risco.

Como linhas de investigação futura, tendo por base dar algumas respostas às limitações apresentadas, propõe-se que seja analisado o desenvolvimento do banco, contemplando variáveis tais como a inovação, o ciclo de vida da empresa, a competitividade e sua internacionalização. Propõe-se ainda que seja aplicada a simulação de Monte Carlo para se conhecer, com mais precisão, o risco da avaliação.

## 6 – BIBLIOGRAFIA

- Alessandri, T. M., Ford, D. N., Lander, D. M., Leggio, K. B., & Taylor, M. (2004). Managing risk and uncertainty in complex capital projects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 44(5 SPEC.ISS.), 751–767. <http://doi.org/10.1016/j.qref.2004.05.010>
- Baker, H. K., & Prakash, D. (2015). Financial performance measures: a back-to-basics approach. *Journal of Finance and Economic Education, Journal of the Academy of Economics and Finance*, 1–31.
- Ball, R. (2009). The global financial crisis and the efficient market hypothesis: what have we learned? *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(4), 8–16.
- Banco Comercial do Atlântico. (2017). Banco Comercial do Atlântico.
- Bhan, A. (2009). Mergers in indian banking sector :motives and benefits. *Electronic Copy Available at: Http://ssrn. Com/abstract, 1467813.*, 1–38.
- Caixa Económica de Cabo Verde. (2017). Caixa Económica de Cabo Verde.
- Collier, C. W. (2011). An inefficient truth. *Critical Review*, 23(1–2), 29–71. <http://doi.org/10.1080/08913811.2011.574469>
- Dzyuma, U. (2012). Real options compared to traditional company valuation methods: possibilities and constraints in their use. *E-Finance: Financial Internet Quarterly*, 8(2), 51–68.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Farooq, M. S., & Thyagarajan, V. (2014). Valuation of Firm : Methods & Practices-An Evaluation, 2(10), 7–14.
- Fernandez, P. (2001). Company valuation methods: the most common errors in valuations. *SSRN Electronic Journal*, 3(449), 1–20. <http://doi.org/10.2139/ssrn.274973>
- Fernandez, P. (2002). EVA, Economic profit and cash value added do NOT measure shareholder value creation. *IESE Research Papers*,

- 1–18. <http://doi.org/10.2139/ssrn.270799>
- Fernandez, P. (2013). Company valuation methods. *IESE Business School*, 1–20.
- Fernandez, P., & Reinoso, L. (2003). Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA. *IESE Business School*, 1–22. <http://doi.org/10.2139/ssrn.298218>
- Flyvbjerg, B. (2013). Quality control and due diligence in project management: getting decisions right by taking the outside view. *International Journal of Project Management*, 31(5), 760–774. <http://doi.org/10.1016/j.ijproman.2012.10.007>
- Georgios, P. N., & Chris, G. (2015). Employing valuation tools for public and private companies: the food sector in Greece. *Procedia Economics and Finance*, 33(15), 491–505. [http://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01732-3](http://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01732-3)
- Hanson, J. (2003). Scenario planning requires leadership. *Credit Union Magazine*, 69, 36.
- Holthausen, R. W., & Zmijewski, M. E. (2012). Valuation with market multiples: how to avoid pitfalls when identifying and using comparable companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 26–38.
- Howell, R. A. (2001). Tying free cash flows to market valuations. *Financial Executive*, 17–20.
- Irons, R. (2014). Enhancing the dividend discount model to account for accelerated share price growth. *Journal of Accounting & Finance*, 14(4), 153–159.
- Joos, P., Piotroski, J., & Srinivasan, S. (2016). Can analysts assess fundamental risk and valuation uncertainty? An empirical analysis of scenario-based value estimates. *Journal of Financial Economics*, 121(3), 645–663. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.05.003>
- Kennedy, P., Perrotet, C., & Thomas, C. (2003). Scenario planning after 9/11: managing the impact of a catastrophic event. *Strategy & Leadership*, 31(1), 4–13. <http://doi.org/10.1108/10878570310455006>
- Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–54. <http://doi.org/10.2469/faj.v58.n2.2522>
- Miller, K. D., & Waller, H. G. (2003). Scenarios, real options and integrated risk management. *Long Range Planning*, 36(1), 93–107. [http://doi.org/10.1016/S0024-6301\(02\)00205-4](http://doi.org/10.1016/S0024-6301(02)00205-4)
- Mota, A., Barroso, C., Nunes, J., & Ferreira, M. (2006). *Finanças empresariais: teoria e prática* (2.<sup>a</sup>). Lisboa: Publisher Team.
- Nakhaei, H., Intan, N., Bnti, N., Bnti, M., Anuar, A., & Nakhaei, K. (2012). Performance evaluation using accounting variables ( net profit and operational profit ) and economic measures. *International Journal of E-Education, E-Business, E-Management and E-Learning*, 2(5), 443–448. <http://doi.org/10.7763/IJEEEE.2012.V2.161>
- Naseer, M., & bin Tariq, Y. (2015). The efficient market hypothesis: a critical review of the literature. *IUP Journal of Financial Risk Management*, 12(4), 48–63.
- Neves, J. (2000). *Análise financeira I: técnicas fundamentais* (12<sup>a</sup>). Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal.
- Ottosson, E., & Weissenrieder, F. (1996). Cash value added - a new method for measuring financial performance. *Gothenburg Studies in Financial*, 1–10. <http://doi.org/10.2139/ssrn.58436>
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2010). Economic value added (EVA): literature review and relevant issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 200–220. <http://doi.org/10.5539/ijef.v2n2p200>
- Thampy, A., & Baheti, R. (2000). Economic value added in banks and development financial institutions. *SSRN Electronic Journal*, 1–23.
- Valentine, R. (2010). The theory of efficient capital markets: a review of literature. *Conflict Resolution & Negotiation Journal*, (3), 116–134.
- Van Groenendaal, W. J. H., & Kleijnen, J. P. C. (2002). Deterministic versus stochastic sensitivity analysis in investment problems: an environmental case study. *European Journal of Operational Research*, 141(1), 8–20. [http://doi.org/10.1016/S0377-2217\(01\)00236-3](http://doi.org/10.1016/S0377-2217(01)00236-3)
- Vieito, J., & Maquieira, C. (2010). *Finanças empresariais: teoria e prática*. Lisboa: Escolar Editora.
- Weissenrieder, F. (1997). Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? *FWC AB Study*.
- Woodward, D. G. (1995). Use of sensitivity analysis in build-own-operate-transfer project evaluation. *International Journal of Project Management*, 13(4), 239–246. [http://doi.org/10.1016/0263-7863\(95\)00016-J](http://doi.org/10.1016/0263-7863(95)00016-J)
- Yang, J., & Qiu, W. (2005). A measure of risk and a decision-making model based on expected utility and entropy. *European Journal of Operational Research*, 164(3 SPEC. ISS.), 792–799. <http://doi.org/10.1016/j.ejor.2004.01.031>