

XVI Encuentro AECA

Leiria-Portugal
25-26 Septiembre 2014



“ Recuperación
económica:
confianza
e inversión
en Europa ”

“ Recuperação
económica:
confiança
e investimento
na Europa ”

aeca

Asociación Española de Contabilidad
y Administración de Empresas



IPL

escola superior
de tecnologia e gestão
instituto politécnico de leiria



IPL

centro de investigação em gestão
para a sustentabilidade
instituto politécnico de leiria
management for sustainability
research center



Situación española

En España se dictaminó que las cuentas anuales individuales de las empresas, ya sean éstas cotizadas en mercados regulados o no, y las consolidadas de los grupos no cotizados, debían seguir rigiéndose por el Derecho contable español de fuente interna, sin que en el medio plazo se vaya a modificar esta decisión.

No obstante, al objeto de preservar la comparabilidad entre las cuentas consolidadas y las cuentas individuales de las empresas con presencia en el mercado de capitales y, especialmente de las pertenecientes al sector financiero, se inició un proceso amplio de revisión de las normas locales tomando como referente el contenido de las NIC/NIIF-UE existentes, introduciendo algunas simplificaciones relevantes para las pequeñas empresas en materia de instrumentos financieros y normas de presentación (dispensado de la elaboración de un estado de flujos de tesorería).

Mantener una norma local en un contexto internacional puede introducir distorsiones; en mayor medida si el normalizador internacional oscila con frecuencia en las soluciones, y coexisten varias normas internas como sucede en España, en función del sujeto contable al que se dirigen, al margen de que todas ellas hayan alcanzado un alto grado de armonización con las normas internacionales de referencia.

Sin embargo, no es menos cierto que la decisión es más que legítima, no solo porque se haya adoptado en aplicación del marco definido por el Reglamento 1606/2002, sino también y fundamentalmente porque con ello se asume la responsabilidad inherente a los Estados de elaborar el marco jurídico que se considere idóneo, en el contexto internacional, para la consecución de todos los intereses en liza y en beneficio de todos sus ciudadanos y empresas.

Tampoco hay que olvidar que la pervivencia de los normalizadores nacionales (mejor uno solo por país), en un contexto globalizado, hace posible que los preparadores de la información financiera y sus auditores puedan acceder a interpretaciones de la norma local (muy similar a la internacional) en tiempo y forma, en beneficio de la seguridad jurídica y de la aplicación homogénea de las normas.

El futuro del Derecho contable nacional: el papel de los normalizadores nacionales (NSS)

El informe Maystad, presentado en la reunión del ECOFIN de 8 de noviembre de 2013, ha sido el resultado del encargo realizado por la Comisión Europea al Sr. Philippe Maystadt para que analizara cómo reforzar la contribución de la UE en el desarrollo de las normas internacionales de contabilidad.

En dicho informe se plantearon tres posibles alternativas para alcanzar el objetivo buscado, optando por la referida a la transformación del EFRAG, asesor técnico de la Comisión y responsable de valorar si las normas internacionales de contabilidad producidas por el IASB cumplen los criterios previstos en el artículo 3 del Reglamento (CE) n.º 1606/2002 para ser adoptadas en la UE.

La opción de transformación del EFRAG supone reforzar su estructura y mantener, al mismo tiempo, su composición mixta que abarque los intereses tanto públicos como privados a nivel europeo. De entre las modificaciones más destacadas cabe señalar la creación de un Consejo, compuesto por dos pilares, público y privado, que actuarán en interés público en todas las materias objeto de su competencia. El objetivo es representar a Europa con una sola voz, influyendo en el proceso normalizador del IASB de una forma más eficiente y efectiva, así como en el proceso de asesoramiento sobre la aprobación final de las normas e interpretaciones solicitado por la Comisión Europea.

Esta decisión, que desde algunos ámbitos podría ser percibida como una injerencia de lo "político" en lo "técnico", es sin embargo

la consecuencia del ejercicio responsable de la soberanía atribuida a los Estados Miembros, a la vista de un entorno internacional vacilante y complejo. Con ello no se persigue desplazar a los "técnicos" del debate, sino dar entrada en la discusión a los normalizadores contables nacionales con el objetivo de ampliar la perspectiva del EFRAG a la hora de formarse un adecuado juicio sobre si las propuestas de adopción de las NIC/NIIF-UE cumplen con los objetivos fijados en el Reglamento 1606/2002.

Además, desde una perspectiva estrictamente interna, y en el supuesto de que el entorno normativo internacional se vuelve más complejo, tal vez sea preciso abrir un debate sobre la conveniencia (o incluso la posibilidad legal) de mantener el objetivo de armonización contable internacional (a la vista del cambio de rumbo en la estrategia contable trazada en la Directiva 2013 que obliga a amortizar el fondo de comercio), al menos, en relación con las pequeñas y medianas empresas.

Conclusiones

En un entorno cambiante, en el que antes de haberse logrado el aprendizaje de la norma por los preparadores y usuarios, aquella se ha modificado, una de las principales demandas al IASB desde hace años es que solo introduzca cambios en las NIC/NIIF cuando sea estrictamente necesario. Solo así podrá lograrse la necesaria estabilidad del bloque normativo y con ella la seguridad jurídica (esto es, la certeza de que el Derecho contable que se aplica es el correcto) que permita a los inversores trabajar en un contexto de confianza, contribuyendo a su vez a la propia estabilidad económica.

Ante la duda de que la convergencia IASB-FASB sea posible, a día de hoy no lo parece, al menos en el medio plazo, los normalizadores europeos demandan una atención prioritaria a la calidad de las normas (pronunciamientos claros que se puedan aplicar de manera homogénea). En este sentido, a pesar del esfuerzo armonizador previo, el informe de la SEC (2011) evidencia que aún existen diferencias entre el US-GAAP y las NIC/NIIF en más de 100 áreas.

En la actualidad, en los trabajos de revisión de la Gobernanza del EFRAG, los normalizadores contables nacionales están solicitando más poder a la Comisión Europea. Este planteamiento ha suscitado ciertos recelos por el riesgo de que se produzca una injerencia "política" en los pronunciamientos contables. Sin embargo la pretensión es legítima si consideramos que, en última instancia, son los representantes de los Estados Miembros los que tiene atribuida la representación pública de sus respectivos ciudadanos.

Sea como fuere, la sombra de la sospecha solo se desvanecerá si el ejercicio de las nuevas facultades que se puedan atribuir a los representantes de los normalizadores nacionales se desempeña libre de sesgos, y trabajan con el deseable rigor técnico en defensa de los intereses generales.

Fernanda Pedrosa Alberto

Professora do ISCAC Coimbra Business School
Instituto Politécnico de Coimbra

José Carlos Lopes

Professor do IPB – Instituto Politécnico de Bragança

A taxa de juro sem risco e a informação financeira

1. Introdução

A determinação do valor atual (ou valor presente) na preparação da informação financeira é imprescindível e recorrente na aplicação

dos principais normativos contabilísticos vigentes, mormente as normas internacionais IAS/IFRS. O cálculo desse valor requer necessariamente a adoção de uma taxa de desconto.

A referência para a obtenção dessa taxa de desconto não se mostra uniforme em todas as normas. Algumas remetem para uma taxa de juro de mercado (e.g. §11, IAS 18; §15, IAS 36), uma taxa de juro de mercado de obrigações de alta qualidade de sociedades ou, alternativamente, de obrigações governamentais¹ (§78 e §139, IAS 19), uma taxa que reflita o risco associado aos ativos do plano para desconto dos fluxos de caixa futuros esperados (§102, IAS 19), uma taxa que reflita o valor temporal do dinheiro e os riscos específicos do ativo (§55, IAS 36) ou do passivo (§47, IAS 37), a taxa de juro básica (baseada em obrigações do governo central ou em obrigações empresariais melhor classificadas) para a determinação do justo valor de instrumentos financeiros (§A82, IAS 39). Ainda que sem referência explícita, a taxa de desconto tem aplicabilidade no âmbito de outras normas para efeitos de avaliação de alguns ativos (e.g. IAS 16, IAS 40, IFRS3/IAS38).

Mas sem dúvida que uma área crítica na informação financeira, onde a determinação da taxa de desconto pode ter efeitos materialmente relevantes, é no cálculo das perdas por imparidade (IAS 36). De facto, muitas empresas sustentam o reconhecimento (ou não) de perdas (ou reversões) por imparidade dos seus ativos no cálculo do valor de uso recorrendo a técnicas de valor atual. A estimativa do valor de uso pode assentar na abordagem tradicional ou pelo fluxo de caixa esperado² mas, envolve sempre estimar os fluxos de caixa futuros esperados e aplicar uma taxa de desconto apropriada a estes fluxos. Segundo essa norma, a taxa de desconto pode corresponder à taxa implícita nas transações de mercado para ativos semelhantes ou obtida a partir do custo médio ponderado do capital (§56, IAS 36). Anorma permite que a gestão do risco se faça através da estimativa dos *cash-flows* e/ou através da taxa de desconto, deixando patente que "... as taxas de juro usadas para descontar os fluxos de caixa não devem refletir riscos para os quais os fluxos de caixa estimados tenham sido ajustados. De outro modo, o efeito de alguns pressupostos será tido em consideração duas vezes" (§A15, IAS 36).

Em qualquer caso, o cálculo da taxa de desconto depende do valor de uma taxa de juro sem risco que, como se salienta expressamente em algumas normas (e.g. §A1, IAS 36), reflete o valor temporal do dinheiro.

Este artigo aflora a discussão e criticidade do conceito de taxa de juro sem risco, evidenciando as dificuldades na sua aplicabilidade com as consequentes implicações que este parâmetro tem na informação financeira das empresas. Adicionalmente, analisa-se a informação divulgada pelas empresas do PSI20, a qual se mostra parca no que respeita a este parâmetro.

2. Conceito de taxa de juro sem risco

A taxa de juro sem risco "representa conceptualmente o retorno exigido para um ativo que tem liquidez total e não apresenta volatilidade no seu retorno" (Vieito e Maquieira, 2013: 229). Trata-se de uma taxa de juro a qual o investidor deverá poder investir sem qualquer risco de crédito, logo com garantia total de retorno do capital e dos juros.

A taxa de juro sem risco deveria assim constituir a taxa de juro mais baixa que um investidor estaria disposto a aceitar em qual-

quer investimento e surge como *input* em vários modelos, como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), Black-Scholes e outros.

Segundo Damodaran (2001), há dois pressupostos fundamentais associados à taxa de juro sem risco, um relativo ao risco de incumprimento e outro ao de reinvestimento. Os títulos utilizados como *proxy* deverão caracterizar-se pela ausência do risco de incumprimento, motivo pelo qual se considera em geral os títulos do tesouro como uma boa *proxy*. Considerando este pressuposto, com a recente crise das dívidas soberanas, os títulos do tesouro de alguns países (e.g. Grécia, Portugal) podem não ser considerados como uma *proxy* adequada da taxa de juro sem risco. Damodaran (2001: 4) e Reillye Brown (2006: 19) opinam que, no limite, um governo pode emitir moeda ou aumentar impostos para evitar o incumprimento; porém, na prática, existem limitações a esta atuação³.

O risco de reinvestimento pressupõe a indispensabilidade da rentabilidade efetiva proporcionada pelo ativo coincidir com a esperada (taxa de juro "pura"); ora isto, requer que o retorno não seja influenciado por fatores externos como políticas governamentais ou acontecimentos económicos.

Em teoria, uma taxa de juro sem risco deverá obedecer ainda a outros requisitos (Strydom e Charteris, 2009: 7-10), concernentes à inflação (a taxa de juro deverá incluir um prémio pela inflação), à covariância nula com o mercado e risco de liquidez (como não deverá haver risco de liquidez, ou seja, aquele que decorre da possibilidade de perda de valor na venda do ativo ou visa compensar o investidor pela indisponibilidade temporária dos fundos, a *yield* não deverá incluir um prémio por este risco).

Neste contexto, será assim possível identificar uma verdadeira taxa de juro sem risco aquando da aplicação das normas contabilísticas e em modelos adotados para avaliação de empresas e de ativos? As práticas financeiras e regulatórias consideram, de um modo geral, os títulos de dívida pública (títulos do tesouro) como um indicador fiável e um bom parâmetro para refletir a ausência de risco. Também as normas contabilísticas apontam para o uso dessa *proxy* da taxa de juro sem risco (e.g. IAS 18, IAS 36, IAS 39) ou de modelos que se apoiam nessa *proxy* como o CAPM (IAS 36) ou o Black-Scholes (IFRS 2).

3. Os títulos do tesouro como proxy da taxa de juro sem risco

A *yield* dos títulos do tesouro tem sido a principal *proxy* para a taxa de juro sem risco. Nos EUA, um estudo de Bruner *et al.* (1998: 16) demonstrou que 85% das empresas e 90% dos analistas financeiros inquiridos utilizavam a *yield* dos títulos do tesouro como indicador da taxa de juro sem risco.

No cálculo do valor de uso, se se opta pela não inclusão dos riscos na taxa de desconto, significa que será adotada como taxa de desconto uma taxa de juro sem risco⁴; apesar de não existir uma só taxa de juro sem risco, é usual recorrer-se às *yields* dos títulos do tesouro (e.g. obrigações do tesouro a 10 anos). Optando-se pela inclusão dos riscos na taxa de desconto, depois de identificada a

1 Neste caso, a moeda e o prazo das obrigações das sociedades ou governamentais devem ser consistentes com a moeda e o prazo esperados das obrigações de benefícios pós-emprego (§78, IAS 19).

2 A abordagem tradicional usa um único conjunto de fluxos de caixa e uma única taxa de desconto, enquanto a abordagem pelo fluxo de caixa esperado atende a vários cenários possíveis (probabilidades) para diferentes valores dos fluxos de caixa (§A4 e §A7, IAS 36).

3 Recorde-se que a política monetária não é controlada pelo governo em alguns países (como ocorre nos EM da UE) e o aumento da carga fiscal tem um limite socialmente suportável; por outro lado, pode também haver a decisão de incumprimento por alguns governos (e.g. o caso já sucedido na Argentina).

4 A utilização de uma taxa de juro sem risco no cálculo do valor de uso é criticada por alguns autores (veja-se, por exemplo, Brealey e Stewart, 2000; ou Pratt, 2002).





taxa de juro sem risco, é necessário mensurar o risco associado aos mercados e os riscos específicos da empresa (ou setor) para determinar a taxa de desconto apropriada. Também se a taxa de desconto depender de métodos provenientes da área financeira (e.g. CAPM referenciado na IAS 36), se requer conhecer a taxa de juro sem risco para a seguir incorporar os riscos específicos.

Em qualquer caso, a determinação deste parâmetro —taxa de desconto e por conseguinte, taxa de juro sem risco— não é inócua nos valores constantes da informação financeira, podendo afetar significativamente o valor presente. A recente e significativa volatilidade nos títulos do tesouro, utilizados como *proxy* da taxa de juro sem risco, com variações superiores a 2%⁵, poderá conduzir, por si só, a variações materialmente relevantes no valor presente (principalmente em imparidades de ativos) permitindo a manipulação dos resultados e afetando a análise das demonstrações financeiras.

No entanto, muitas questões se colocam sobre o assunto, mormente em relação à maturidade, ao país de referência, à repercussão do efeito cambial e da inflação e à unicidade ou multiplicidade de taxas.

a) O efeito da maturidade

Existem diferentes tipos de títulos do tesouro e que apresentam diversas maturidades. Qual a melhor *proxy* da taxa de juro sem risco? Os títulos do tesouro com maturidade de 3 meses, 6 meses, 1 ano, 2 anos, 5 anos, 10 anos ou 30 anos? A estabilidade das *yields* é maior nos títulos com maturidades de longo prazo (Bessis, 2010). Hevert (2005: 35) salienta que “Ao longo dos últimos 10 anos, a média do *spread* entre os títulos do tesouro de 10 e 30 anos foi aproximadamente de 0.41%... , portanto, a diferença não é significativa”. No entanto, quando se analisa o *spread* entre períodos muito curtos e longos a conclusão difere.

No Gráfico 1 pode-se observar a curva da *yield* da dívida soberana dos EUA. Adotando como *proxy* da taxa de juro sem risco os títulos com maturidade de 3 meses ou os títulos com maturidade de 30 anos, a diferença entre a taxa de juro sem risco é superior a 3%.

Na literatura financeira as sugestões para *proxy* das taxas de juro sem risco variam. Strydom e Charteris (2009: 3) referem que a dificuldade aquando da estimativa deste parâmetro prende-se com a escolha da maturidade apropriada, havendo pouco consenso sobre se são mais adequados os títulos do tesouro de curto prazo (maturidades < 1 ano) ou se os títulos de longo prazo (maturidades > 3 anos). Tradicionalmente, houve uma certa preferência pelos títulos a 3 meses (Harrington, 1987: 149) mas ultimamente os de maturidades mais longas (obrigações com maturidade superior a 3 anos) têm vindo a popularizar-se. Sem embargo, muitos autores continuam a defender o uso de títulos de maturidades curtas (Bodie *et al.*, 2003; Reilly e Brown, 2006).

Damodaran (2001) recomenda que se opte pela taxa dos títulos do tesouro com maturidade similar à duração dos *cash-flows* ou em alternativa os títulos do tesouro a 10 anos; outros atribuem maior importância ao pressuposto do risco de incumprimento e sugerem as obrigações do tesouro com maturidade de 1 mês ou 3 meses. Ehrhardt (1994) argumenta que a maturidade da taxa de juro sem risco deverá ser escolhida de acordo com os tipos de retorno, logo, se este for mensal, os títulos do tesouro deverão ter uma maturidade similar.

5 Em circunstâncias normais, uma variação de 2% na taxa de desconto pode conduzir a uma variação média aproximada de 10% no valor presente de um ativo ou de uma unidade geradora de fluxos de caixa (cf. Lopes, 2008).

Gráfico 1
Curva da yield da dívida soberana dos EUA



US Treasury Bonds	
Maturity	Yield
3 Month	0.03
6 Month	0.04
2 Year	0.50
3 Year	0.95
5 Year	1.63
10 Year	2.33
30 Year	3.07

Fonte: Yahoo finance, <http://finance.yahoo.com>, consulta em agosto/2014.

Tanto a IAS 19 como a IFRS 2 contêm referências específicas quanto aos prazos da taxa de juro sem risco a utilizar, sublinhando que deverão ser consistentes com os dos elementos a valorizar; contudo, como as mesmas indicam poderão não existir emissões governamentais com prazos coincidentes, o que torna necessário efetuar ajustamentos para estimar as taxas a adotar. A IAS 36 (§A16) indica que a taxa deve refletir o valor temporal do dinheiro até ao fim da vida útil do ativo, o que poderá não coincidir com o prazo dos títulos do tesouro.

b) O efeito do país

Existem títulos do tesouro na generalidade dos países. A questão que se coloca é se as empresas locais devem utilizar como *proxy* da taxa de juro sem risco a *yield* dos títulos do tesouro do próprio país ou, alternativamente, devem tomar como referência uma *yield* considerada mais robusta. No caso da União Europeia (UE) deve utilizar-se como *proxy* uma *yield* dos títulos do tesouro dos respetivos Estados-Membros, consoante a sede da empresa? Ou deve utilizar-se uma taxa consoante a localização dos ativos das empresas? Ou deve utilizar-se uma *yield* dos títulos da dívida alemã por ser esta a mais estável, mesmo sabendo que, por exemplo, as empresas portuguesas têm mais dificuldades de financiamento que as alemãs e pagam juros mais elevados? Assim, uma empresa portuguesa cujo volume de negócios tenha origem em 95% na Alemanha deve utilizar como *proxy* a *yield* dos títulos do tesouro portugueses ou alemães? E se o volume de negócios tiver origem em 95% no continente africano? Em face do exposto, as respostas podem ser variadas e assentes em juízos de valor. Damodaran (2001) argumenta que não importa o país onde está domiciliada a empresa, mas antes a moeda utilizada na estimativa dos *cash-flows*.

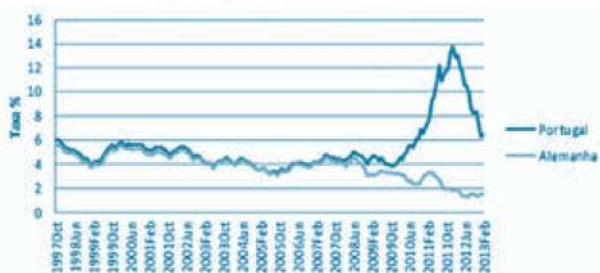
Da análise da *yield* dos títulos a 10 anos, a nível mundial, verifica-se que esta variou, só no mês de agosto de 2014, entre 0,45% na Suíça e 15,81% na Venezuela. Historicamente, entre 1980 e 2014, mesmo na Alemanha (referência na zona Euro) a volatilidade dos

títulos do tesouro a 10 anos foi significativa, apresentando uma variação entre 0,90% e 10,80%⁶.

A recente crise da dívida soberana trouxe uma forte volatilidade às *yields* dos títulos do tesouro de alguns países, com particular evidência em Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia. No caso grego, a eventual *proxy* da taxa de juro sem risco passou a ser considerada uma taxa de juro com risco elevado. Assim, qual deverá ser a *proxy* a utilizar pelas empresas gregas? Ou mesmo as portuguesas?

Comparando o comportamento das obrigações portuguesas e das *bund* alemãs constata-se que, até meados de 2007 (*vide* Gráfico 2), os dois títulos evidenciam um comportamento praticamente coincidente, porém nos últimos anos acentuou-se a diferença entre as referidas taxas implícitas e a sua variância aumentou deixando de ser um valor próximo de zero.

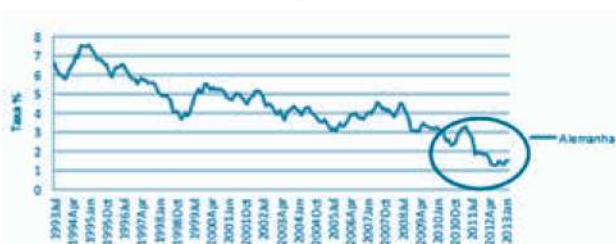
Gráfico 2
OT portuguesas vs. Bund alemãs



Fonte: Banco Central Europeu.

Por outro lado, no contexto da crise financeira sentida, a utilização das obrigações alemãs pode não ser a solução mais adequada, uma vez que os títulos de dívida alemã têm revelado um comportamento significativamente díspar face à sua média histórica (*vide* Gráfico 3), indiciando a existência de um eventual efeito “refúgio” face à incerteza nos mercados financeiros. O Estado alemão tem realizado emissões de dívida a taxas de juro extremamente reduzidas, e em alguns casos negativas, o que pode reduzir a robustez da utilização exclusiva dessa fonte para o apuramento da taxa de juro sem risco.

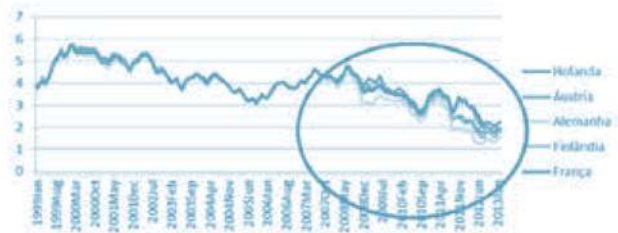
Gráfico 3
Bund alemãs



Fonte: Banco Central Europeu.

Uma alternativa⁷ seria recorrer à média das taxas implícitas das obrigações dos principais países da zona Euro com notação AAA (Áustria, Alemanha, Finlândia, França, Holanda e Luxemburgo), com maturidade a 10 anos. A escolha desta abordagem permite uma aproximação alternativa ao conceito da taxa de juro sem risco contudo, tal como referido no caso da Alemanha, qualquer um dos países AAA, nas observações mais recentes, apresenta um comportamento atípico dos seus títulos face à média histórica (*vide* Gráfico 4).

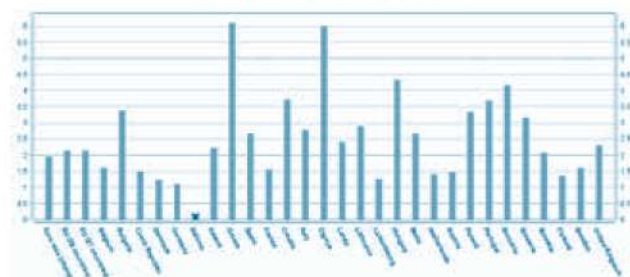
Gráfico 4
Taxas de juro dos países com rating AAA



Fonte: Banco Central Europeu.

Neste contexto, a opção por esta abordagem poderá subestimar o valor da taxa de juro sem risco e consequentemente da taxa de custo de capital, podendo não mostrar-se adequada. Outra abordagem alternativa, considerada mais robusta que as anteriores, poderia ser um *mix* dos países da zona Euro (*vide* Gráfico 5). Apresenta-se mais abrangente, acautelando eventuais observações que estejam sobre influenciadas pelas atuais condicionantes macroeconómicas.

Gráfico 5
Taxas de juro da zona Euro



Fonte: Eurostat, consulta em agosto/2014.

A própria IAS 39 (§AG82) releva o possível risco de crédito acrescido das obrigações do governo central de alguns países, entendendo que existem em alguns países empresas com melhor notação de crédito e taxas inferiores em empréstimos, recomendando neste caso o uso das taxas de juro dessas empresas mais sólidas, definidas na moeda desse país, como referência para a taxa de juro sem risco. Mas, em geral as normas são omissas nesta matéria. Ainda assim, como afirma Damodaran (2001: 4), até nas maiores e melhores empresas existe sempre algum risco de incumprimento.

c) O efeito cambial e da inflação

No caso dos grupos económicos multinacionais, o efeito da evolução das taxas de câmbio deve ser ajustado? E se a inflação for superior à rentabilidade dos títulos do tesouro qual deverá ser a *proxy* da taxa de juro sem risco? O maior valor dos dois? Estas questões também contribuem para dificultar o processo de cálculo de uma taxa de juro sem risco apropriada.

A IAS 36 sublinha que a taxa de desconto deve incluir os riscos de país, de moeda e de preço (§A18), porém somente a IFRS 2 (§B37) refere explicitamente que em economias de inflação elevada pode ser necessário adotar um substituto apropriado da taxa dos títulos do governo, no caso dos participantes do mercado determinarem tipicamente a taxa de juro sem risco usando esse substituto ao estimar o valor de uma opção de prazo igual à que se pretende valorizar.

6 Dados disponíveis em: www.tradingeconomics.com.

7 Por exemplo, proposta em: <http://www.anacom.pt/render.jsp?categoryId=349829>





d) Taxa de juro sem risco única ou múltipla

Quando se estimam *cash-flows* para diversos períodos ou quando os *cash-flows* são infinitos (e implicam o cálculo de uma perpetuidade), no processo de mensuração deve ser utilizada uma única taxa de juro sem risco? Ou deve ser considerada uma taxa de desconto sem risco apropriada para cada período? A resposta não parece ser única, dependerá das circunstâncias. Sem orientações, serão feitos os juízos de valor mais convenientes.

Unicamente a IAS 36 (§A21) indica que se devem utilizar taxas de desconto diferentes para períodos distintos quando o valor de uso for sensível aos prazos da taxa de juro, o que vem acrescer complexidade ao cálculo do valor de uso.

4. A divulgação da taxa de juro sem risco

Desempenhando um papel relevante na informação financeira e em particular na mensuração de ativos, várias normas, com destaque para a IAS 36⁸, requerem a divulgação nas notas às demonstrações financeiras da taxa de desconto aplicada. Ainda que não se exige a explicitação da taxa de juro sem risco que serviu de referência, esta constitui inequivocamente um elemento fundamental para a compreensão dos pressupostos subjacentes à informação financeira apresentada.

Para uma apreciação desta situação, realizou-se a análise das demonstrações financeiras, relativas ao ano 2013, das empresas não financeiras cotadas que integram o PSI20.

Constatou-se que os itens mais comuns em que surgem taxas de desconto são os benefícios de reforma e a imparidade do *goodwill*. Algumas empresas adotam ainda taxas de desconto em provisões (EDP Renováveis), métodos de revalorização de ativos fixos tangíveis (Portugal Telecom), imparidade de marcas com vida útil indefinida (Semapa) e valorização de propriedades de investimento (Sonae e Teixeira Duarte).

No caso dos planos de benefícios de reforma, o padrão de referência comum parece ser obrigações de dívida privada (*corporate*) com *ratings* elevados e maturidades apropriadas.

Relativamente à imparidade do *goodwill*, todas informam as taxas de desconto subjacentes à determinação do valor de uso. Em geral, referem que as mesmas foram calculadas com base no custo médio ponderado do capital, diferindo em função dos segmentos (geográficos e/ou de negócio); em muitos casos apresentam intervalos de taxas e não uma única taxa, limitando a compreensão da informação. Por outra parte, somente duas empresas (Altri e Portucel) explicitam a composição das taxas de desconto, indicando os valores das taxas de juro sem risco (6,68% e 5,6%, respetivamente), porém sem mencionar o padrão de referência. Em contrapartida, a Impresanão indica o valor da taxa de juro sem risco assumido mas refere que optou pela taxa das obrigações alemãs a 10 anos ajustada de um prémio de risco país (*spread* entre as obrigações alemãs e portuguesas).

5. Conclusão

A taxa de desconto e, por conseguinte, a taxa de juro sem risco desempenha um papel fundamental na informação financeira, decorrente da sua aplicação no âmbito de diversas normas interna-

cionais (IAS/IFRS), em particular aquelas que requerem a utilização das técnicas do valor presente para efeitos de mensuração contabilística. O cálculo do valor presente envolve juízos de valor que podem distorcer materialmente a informação financeira. A subjetividade decorrente dos referidos juízos de valor poderá conduzir a erros materialmente relevantes, com origem nas estimativas dos fluxos de caixa e da taxa de desconto.

A *yield* dos títulos do tesouro tem sido a *proxy* geralmente adotada da taxa de juro sem risco. Porém, esta não deixa de ser uma taxa de juro teórica porque na realidade não existe nenhum instrumento financeiro que não possua algum risco de crédito (e.g. risco de mercado e de liquidez). Acresce que existem muitas taxas de juro sem risco passíveis de utilizar. Assim, seria positivo, em nossa opinião, dispor de orientações mais específicas que uniformizassem o padrão de referência da taxa de juro sem risco utilizada pelas empresas, principalmente no contexto do uso das técnicas do valor presente na mensuração contabilística. Tal ficou patente nos diferentes valores adotados nas empresas analisadas.

Por último, as informações divulgadas pelas empresas, no cumprimento estrito das normas, cingem-se à mera taxa de desconto sem incluir a sua desagregação, em particular, identificando os valores e base de referência da taxa de juro sem risco. Em nossa opinião, a divulgação do processo de cálculo da taxa de desconto e, conseqüentemente, da taxa de juro sem risco utilizada em muito enriqueceria a informação fornecida aos investidores.

A subjetividade permitida na determinação das taxas de desconto e das taxas de juro sem risco poderá conduzir a que os valores dos ativos e das perdas (ou reversões) por imparidade sejam manipulados, deturpando as demonstrações financeiras. Juízos de valor menos adequados podem colocar em causa uma informação financeira de qualidade e que reflita os legítimos interesses dos investidores.

Bibliografia

Bessis, J. (2010). *Risk Management in Banking*, 3rd edition. United Kingdom: Wiley.

Bodie, Z.; Kane, A., e Marcus, A. (2003). *Essentials of Investments, International Edition*. New York (USA): McGraw-Hill.

Brealey, R., e Stewart, M. (2000). *Principles of Corporate Finance*. USA: McGraw-Hill.

Bruner, R.; Eades, K.; Harris, R., e Higgins, R. (1998). "Best practices in estimating the cost of capital: Survey and synthesis", *Financial Practice and Education* 8: 13-28.

Damodaran, A. (2001). "Estimating Risk-Free Rates", *Stern School of Business*.

Ehrhardt, M. (1994). *The Search for Value - Measuring the Company's Cost of Capital*. USA: Harvard Business School Press.

International Accounting Standards Board (IASB), IAS/IFRS referenciadas.

Pratt, S. P. (2002). *Cost of Capital - Estimation and Applications*. USA: John Wiley & Sons.

Reilly, F., e Brown, K. (2006). *Investment Analysis and Portfolio Management*, 8th Edition. USA: Thomson South-Western.

Strydom, B., e Charteris, A. (2009). *Theoretical and empirical analysis of the suitability of South African risk-free rate proxies*. Working Paper. Disponível em: <http://www.hig.se>, consulta em 15/08/2014.

Vieito, J. P., e Maquieira, C. P. (2013). *Finanças Empresariais - Teoria e Prática*, 2.^a edição. Lisboa: Escolar Editora.

8 A IAS 36 requer a divulgação da taxa de desconto sempre que a quantia recuperável for o valor de uso (§ 130) e também as taxas de desconto aplicadas às projeções de fluxos de caixa em unidades geradoras de caixa contendo *goodwill* ou ativos intangíveis com vidas úteis indefinidas (§ 134).