

CONFERÊNCIA
Reabilitação Urbana e Arrendamento: oportunidades do novo regime jurídico.
17 e 18 de Maio de 2012

Avaliação Económica e Financeira
do
Investimento na Reabilitação Urbana



Amaro Naves Laia

Email: amaro.laia@gmail.com

Avaliador Imobiliário acreditado pelo RICS



Professor Convidado do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG), da UTL
Director da Pós-Graduação e Mestrado em Gestão e Avaliação Imobiliária do ISEG
Expert em Processos de Avaliação e Expropriação

INDICE

- **Introdução**
- **Sem investimento privado não há reabilitação**
- **O passado**
- **O presente**
- **Exemplo de avaliação financeira**
- **Sem “incentivos” ao investimento privado não há reabilitação**
- **Avaliação macro económica**
- **É tempo de passar à acção**

Introdução

- O **objectivo principal desta comunicação** é o de contribuir, de forma genérica, para o reconhecimento da importância dos estudos de avaliação económica e financeira para a tomada de decisões na reabilitação urbana.
- Mais especificamente **abordar-se-á a importância do investimento privado na reabilitação e a avaliação financeira** (com aplicação de métodos expeditos) de um investimento num edifício a reabilitar, destinado ao arrendamento habitacional.
- O **problema da reabilitação urbana** é antes de mais **um problema económico e financeiro**, sendo que até agora o que tem estado em causa é essencialmente a **falta de condições/incentivos** para que os **investidores/senhórios privados** façam acontecer a reabilitação de forma generalizada.

Introdução

- Mas o que é a reabilitação urbana? Segundo o DL nº 307/2009, 23/10, entende-se por reabilitação urbana “a forma de intervenção integrada sobre o tecido urbano existente, em que o património urbanístico e imobiliário é mantido, no todo ou em parte substancial, e modernizado através da realização de obras...” .
- As **operações de reabilitação** podem dirigir-se essencialmente à reabilitação do edificado (operação **simples**) ou dirigir-se também à qualificação das infra-estruturas (operação **sistemática**).
- Quanto ao **grau de intervenção**, a reabilitação pode ser mais **ligeira ou mais profunda**, com **custos de intervenção muito diferentes**. Quando é possível escolher entre reabilitação mais ligeira ou mais profunda, sem por em causa a engenharia e arquitectura, nomeadamente no que se refere à segurança do edifício, então **essa flexibilidade pode ajudar à viabilidade económica e financeira** deste tipo de investimentos, por via da redução de custos.

Introdução

- Pelo que se refere, facilmente se conclui que **existem diferentes tipos de operações e projectos de reabilitação urbana** em que o modelo de avaliação económica e financeira pode ser idêntico, mas a **natureza e valor dos fluxos de caixa, bem como o risco associado, são diferentes.**
- Caso a caso torna-se necessário **avaliar quais os projectos que são sustentáveis**, não só de um ponto de vista ambiental, mas **também económico e financeiro**, quer individualmente quer de forma integrada.
- Existem duas **perspectivas de avaliação: macroeconómica e financeira**, quer na óptica do projecto, quer na óptica dos diversos investidores.

Introdução

- **Nesta apresentação, a preocupação essencial recai sobre a avaliação financeira**, embora no final se faça também uma breve referência à avaliação macroeconómica
- O **caso apresentado**, já atrás referido, **será avaliado** apenas através dos **métodos expeditos de avaliação**, sendo que os respectivos dados foram recolhidos no mercado e ajustados pelas técnicas utilizadas no âmbito do método comparativo.
- Note-se que os métodos correntes mais utilizados na avaliação do investimento imobiliário de reabilitação, são os seguintes:
 - **Métodos expeditos de avaliação:** método residual estático e método da yield.
 - **Método dos fluxos de caixa actualizados.**
 - VAL , VALA, TIR, TIRcp, IR, PR
 - Avaliação do Risco (Custo do Capital, Análise de Sensibilidade, Análise de Cenários, Simulação de Monte Carlo...)

Introdução

Na aplicação do **método dos fluxos de caixa actualizados**, os **documentos e informações de suporte à avaliação** de cada projecto de investimento são normalmente os seguintes:

- Projectos de Engenharia e Arquitectura
- Business Plan
- Período e condições de reembolso de eventuais empréstimos ou de outros apoios financeiros
- Previsão de rendimentos e respectivo planeamento (de arrendamento, de venda ...)
- Orçamento de custos e planeamento dos pagamentos
- Mapa de fluxos de caixa (por tipo de projecto e de investidor, quer na óptica do projecto, quer na óptica do investidor)
- Custo do capital
- VAL, TIR ...

- **Avaliação do risco**

Introdução

- É de realçar que em muitos destes projectos, na perspectiva financeira **um dos principais riscos é o de não conseguir vender/ arrendar os activos reabilitados a preços atractivos**, que permitam a viabilização deste tipo de operações.

- Acresce ainda que, especialmente na **reabilitação mais profunda**, os **custos de reconstrução** são normalmente **superiores** aos da construção nova e são **mais difíceis de prever**, o que torna o **risco ainda maior**.

Sem investimento privado não há reabilitação

- O **volume de investimento necessário** à reabilitação e requalificação urbana das nossas cidades, com especial destaque para Lisboa, é muito elevado.
- A grande **maioria desse investimento é privado** (investidores, “aforradores”, senhorios...) e destinar-se-á à reabilitação do património edificado, embora com recurso a algum capital alheio.
- O investimento público, nomeadamente para requalificação das infraestruturas, será residual e mesmo assim já representa um grande esforço das finanças públicas no contexto actual.

Sem investimento privado não há reabilitação

- Por exemplo, para **Lisboa** prevê-se um **investimento total, a c.m. prazo**, de cerca de **8 000 M €**, dos quais à volta de 200 M€ serão investimento municipal, ou seja 2,5% (documento da CMLisboa sobre “Estratégia de Reabilitação Urbana”).
- Na base desta estimativa estão cerca de 7000 edifícios em mau estado, 1300 em muito mau estado, sendo que quase 3000 edifícios estão devolutos.
- A **Porto Vivo ,SRU**, prevê um **investimento em reabilitação**, para os próximos anos, só para a zona histórica, de aproximadamente **350 M €**, na sua grande **maioria investimento privado**.
- Segundo estudo da **AECOPS, de 2008**, o **investimento potencial total em reabilitação** estima-se em cerca de **150 000 M €** (quase o valor do PIB), sendo que cerca de **2/3 respeita a edifícios privados**.

Sem investimento privado não há reabilitação

- Verifica-se assim que **a expectativa em relação ao investimento privado é muito elevada**, dele dependendo a reabilitação dos centros urbanos
- Aliás, responsáveis da CMLisboa têm vindo a reconhecer que a CM não tem condições para se substituir aos senhorios de forma sistemática. Não há dinheiro e os resultados anteriores revelam que essa não é a estratégia correcta.
- Também o presidente da Porto Vivo, SRU tem reconhecido que o investimento mais importante e mais desejável é o privado.

Passado

- Até há pouco tempo, **os privados pouco investiam na reabilitação urbana em Portugal**, diferentemente do que se passava na generalidade dos países europeus. Apesar de algum acréscimo deste investimento nos anos mais recentes, o seu peso continua muito reduzido.
- Para além de outras razões, **o investimento em construção nova**, fora do centro das cidades, **em geral apresentava maiores rendibilidades** para um risco muitas vezes inferior.
- Ou seja, **o investimento em reabilitação não era atractivo**, com **excepção de alguns casos pontuais**, nomeadamente edifícios devolutos de elevado potencial, destinados ao **segmento alto do mercado**.

Passado

- **Mas o modelo que existia**, de construção nova de habitação própria para venda, nos arredores das grandes cidades, apoiado pelo crédito fácil e taxas de juro baixas e por um mercado de arrendamento pouco desenvolvido, **está completamente esgotado**.
- Recorda-se que em **Portugal cerca de 3/4 da população tem habitação própria** e o rácio do **número de alojamentos por família é superior a 1,45**, só ultrapassado pela nossa vizinha Espanha.
- O modelo anterior está completamente esgotado, porque, para além do elevado excesso de oferta de habitação para venda em relação à procura, potencial e efectiva, a actual crise, o nível de endividamento, público e privado, e a falta de crédito à compra de habitação, assim o ditou.

Presente

- Por isso, o **novo paradigma baseado na reabilitação e arrendamento**, essencialmente suportado em mais poupança privada e menos alavancagem, deverá substituir o anterior modelo baseado na construção e aquisição de habitação própria, essencialmente sustentado pelo endividamento.
- Assim, as **grandes apostas** para o sector imobiliário português, especialmente no que se refere ao **segmento da habitação**, passam hoje pela reabilitação urbana e pela dinamização do mercado de arrendamento habitacional.
- É pois **necessário dinamizar o mercado de arrendamento** para quem precisa de habitação e não pode ou não quer comprar ou para quem já não consegue pagar as prestações ao banco do empréstimo que havia contraído.
- **E é preciso também dinamizar a reabilitação e requalificação dos centros urbanos** para que as nossas cidades possam ser mais competitivas, atractivas e seguras, para quem lá vive e trabalha e para quem as visita.
- Só a cidade de **Lisboa perdeu nas últimas décadas cerca de 300 000 pessoas**. É preciso inverter esta brutal desertificação, a qual comporta elevados **custos associados, quer sociais quer económicos**.

Presente

- Mas **acontece que**, com a grande crise, **os preços de venda e de arrendamento têm vindo a diminuir**. Embora não se tivesse registado em Portugal o fenómeno da bolha imobiliária com a dimensão que se verificou noutros países, tem-se vindo a assistir a algum ajustamento de preços.
- Com a **diminuição do risco do arrendamento, por via da nova lei das rendas**, como se espera, e face ao elevado stock de habitações devolutas que não encontram comprador, é previsível que **as rendas da habitação tendam ainda a reduzir-se**.
- No entanto, **alguns custos da construção têm vindo a subir**, designadamente devido às maiores exigências quanto a determinados requisitos da construção, embora contrabalançados, pelo menos em parte, pela grande concorrência entre as empresas de construção, que face à falta de trabalho são obrigadas a baixar os preços das empreitadas.

Presente

- **A agravar a situação**, na perspectiva da viabilidade do investimento privado em reabilitação para arrendamento, importa ainda ter em conta:
 - Os **custos de construção** em reabilitação, com demolição e construção, são normalmente **mais elevados** do que na construção nova, quer pelas condicionantes ao desenvolvimento dos trabalhos, quer pela obrigatoriedade de muitas vezes recuperar fachadas.
 - Pensando na reabilitação de forma mais generalizada, incluindo os **bairros/segmentos de mercado de estratos sociais com menor poder de compra**, para já não falarmos nos chamados bairros sociais, então o **valor da renda possível** que este mercado pode suportar é **relativamente baixo**.
 - Outro factor a considerar, é **a ausência de estacionamento** na maior parte destes casos, o que para além de restringir o mercado dos potenciais interessados contribui também para uma **renda mais baixa**.
 - Por último, não esquecer os **eventuais custos de realojamento**.
- **Por tudo isto, o investimento privado em reabilitação** continua a apresentar **baixas taxas de rendibilidade** ou nem sequer é viável, **salvo as excepções já referidas**.

Exemplo de avaliação financeira

Veja-se um **pequeno exemplo** de avaliação de investimento privado directo em **reabilitação de um edifício em Lisboa, para habitação** (o principal objectivo, mais do que defender em absoluto os dados e resultados apresentados, é o de **contribuir para uma reflexão** sobre o assunto):

- Edifício muito antigo e muito degradado, localizado num dos bairros históricos do centro de Lisboa, sem vistas especiais.
- De um ponto de vista técnico impõe-se a sua **demolição e reconstrução**, com a **obrigatoriedade de conservar a fachada principal**.
- A área total de implantação é de cerca de 280 m², com 5 pisos idênticos, ou seja a área total bruta de construção (**ABC**) é de **1400 m²**.
- A **área bruta privativa (Abp)** é de cerca de 80% da ABC, ou seja **1120 m²**.
- Com 2 fogos por piso (10 no total), **cada fogo tem uma Abp de 112 m²**.

Exemplo de avaliação financeira

- O **custo de aquisição deste edifício/terreno**, muito dificilmente se conseguirá no mercado por menos de **550 €/m² de construção acima do solo**, o que dá um valor de investimento para o terreno de **770 000 €** (550 € * 1400 m²). Se não estiver isento de IMT, acresce ainda mais cerca de 7,5%, incluindo os custos de escritura e registos.
- O **custo de construção** muito dificilmente se conseguirá por menos de **1 260 000 €** (900 €/m² * 1 400 m²).
- **Existem ainda outros custos**, como sejam os custos do projecto, os custos com taxas e licenças camarárias, os custos de gestão e fiscalização, os custos financeiros, os custos de comercialização e os eventuais custos de realojamento, **que aqui nem sequer foram considerados**. Não é que não devam ser considerados, mas não se torna necessário para demonstrar o que se pretende.

Exemplo de avaliação financeira

Utilizando o **método expedito de avaliação**, designado por **método residual estático**, tem-se:

$$L = PVT - T - C$$

em que:

- L = “margem de lucro”;
- PVT = presumível valor de transacção depois de reabilitado ou valor do imóvel reabilitado, em função das rendas;
- T = custo do terreno ou custo do imóvel não reabilitado
- C = custos de construção

Donde resulta:

$$L = PVT - 770\ 000 - 1\ 260\ 000$$

Exemplo de avaliação financeira

O PVT pode estimar-se pelo **método expedito da yield** ou cap rate, sendo que:

$$PVT = R / y$$

em que:

- R = renda anual
- y = yield

Para uma **renda de 8 €/m2/mês e uma yield de 6%**, o que dá uma renda mensal por fogo de 896 €, resulta:

$$PVT = 107\ 520\ € / 0,06 = 1\ 792\ 000\ €$$

Donde se conclui:

$$L = 1\ 792\ 000 - 770\ 000 - 1\ 260\ 000 = - 238\ 000$$

Exemplo de avaliação financeira

- Verifica-se, assim, que esta operação conduziria a um **prejuízo superior a 238 000 €** (não esquecer que há diversos custos que não foram considerados).
- **Admitindo um crescimento futuro das rendas de 1,5% ao ano, então:**

$$PVT = 107\,520 \text{ €} / (0,06 - 0,015) = 2\,389\,333 \text{ €}$$

Ou seja, um valor de cerca de 2 133 €/m².

- Nesta hipótese, o **“lucro” já seria positivo** e viria igual a:

$$L = 2\,389\,333 - 770\,000 - 1\,260\,000 = 359\,333 \text{ €}$$

Exemplo de avaliação financeira

- **Assim, na hipótese de crescimento futuro das rendas, a margem seria de 17,7% sobre o investimento** (Terreno + Construção).
- **Mas note-se que não foram considerados diversos custos**, como sejam as taxas, licenças, projecto, fiscalização, comercialização, custos financeiros e eventuais custos de realojamento, pelo que aquela margem é muito reduzida.
- Em qualquer caso **verifica-se que este tipo de investimento para arrendamento**, com este perfil, **ou não é rentável ou é pouco atractivo**.
- No entanto, há quem possa colocar a questão de ser o próprio **senhorio a querer reabilitar** o prédio de que é proprietário e, nesta situação, **não tendo que suportar o custo de investimento relativo ao terreno/aquisição do imóvel degradado**, o resultado a que se chegou já **seria favorável**. Do ponto de vista da avaliação económico e financeira esta **é uma falsa questão**, já que existe sempre o **custo de oportunidade** dessa componente do investimento (valor de venda desse terreno/imóvel degradado), que deverá ser considerado.

Exemplo de avaliação financeira

- O exemplo apresentado remete também para a necessidade de se ser cada vez mais criativo na procura de **alternativas técnicas de reabilitação**, que passem por **intervenções menos profundas e com custos mais reduzidos**, sem por em risco a segurança do edifício, por forma a que o valor de mercado das rendas tenda a ser suficiente para viabilizar estes investimentos.
- Há questões essenciais que devem ser colocadas em cada avaliação:
 - **Será preferível reabilitar (sem demolir) ou reconstruir ?**
 - **Qual a solução mais valorizada pelo mercado?**
 - **Quanto custa cada solução?**
 - **O imóvel destina-se ao arrendamento ou à venda?**
 - **Quanto pode pagar o segmento de mercado em que se insere este imóvel?**
 - **Em conclusão: é possível recuperar o investimento efectuado e remunerá-lo de forma aceitável?**
- Recomenda-se que, em primeiro lugar, se estude rigorosamente o mercado, pois ele é a principal fonte de criação ou destruição de valor.

Copyright©2012
AmaroLaia

23

Exemplo de avaliação financeira

- Os fundamentais da economia do imobiliária de arrendamento, designadamente **as rendas possíveis que o mercado pode absorver, devem constituir o ponto de partida para avaliar e decidir quanto ao tipo de reabilitação que é viável fazer**, desde que se possa escolher entre diferentes alternativas tecnicamente viáveis.
- Aqui são utilizados **métodos de avaliação expeditos** (muito simples), mas sempre que se justifique, tendo em conta a finalidade da avaliação, a dimensão e período do investimento, o timing da comercialização/arrendamento e a volatilidade/risco dos fluxos de caixa, estes métodos simples devem ser **complementados com métodos mais rigorosos**, nomeadamente o método do valor residual dinâmico, com a utilização do método dos fluxos de caixa actualizados.

Copyright©2012
AmaroLaia

24

Sem incentivos ao investimento privado não há reabilitação

- No pressuposto de que o **exemplo apresentado** é representativo de uma grande maioria de casos de reabilitação e **tendo em conta os resultados de alguma investigação, entretanto efectuada**, que prova que uma das principais razões para a falta de investimento privado na reabilitação é a ausência de rendibilidade ou rendibilidades pouco atractivas, sai ainda mais reforçada a opinião generalizada de que **é indispensável criar condições/incentivos para dinamizar este mercado**.
- Pensando no negócio da **reabilitação para arrendamento habitacional, destinado ao segmento médio/baixo**, se não forem criados incentivos ao investimento privado e não houver condições que permitam reduzir os custos da reabilitação (com soluções técnicas mais económicas, exigências construtivas mais adequadas...), **grande parte destes investimentos dificilmente serão viáveis na óptica financeira**.

Copyright@2012
AmaroLaia

25

Sem incentivos ao investimento privado não há reabilitação

- Pelo que se refere, embora a reforma do regime de arrendamento constitua um contributo indispensável à dinamização deste mercado, não será suficiente para fazer acontecer a reabilitação.
- Acresce ainda a actual **dificuldade de crédito**, o que obriga à entrada de **mais capitais próprios e diminuição da respectiva rendibilidade** por falta de maior alavancagem financeira (embora o risco seja diferente).
- É claro que podem existir outros veículos de investimento e financiamento mais atractivos do que o investimento directo na reabilitação realizado por investidores/senhórios ou promotores imobiliários.

Copyright@2012
AmaroLaia

26

Sem incentivos ao investimento privado não há reabilitação

Face ao **estado actual das finanças públicas** compreende-se que não sejam possíveis grandes apoios financeiros directos, mas pode haver **outro tipo de incentivos**, como por exemplo:

- Redução ou isenção das taxas e licenças camarárias.
- Tornar mais eficaz o regime jurídico da reabilitação urbana e do licenciamento, incluindo a simplificação e maior celeridade na apreciação dos processos de reabilitação.
- Incentivos fiscais específicos para a reabilitação urbana e arrendamento, de forma mais generalizada.
- Dinamização do mercado de arrendamento, nomeadamente através da simplificação dos processos de despejo, como se espera com a nova lei das rendas, e também pela aplicação da taxa liberatória de 25% sobre as rendas à habitação.
- Alargar aos investidores privados individuais e às empresas de construção e promoção os benefícios fiscais previstos no âmbito de outros veículos de investimento.
- Por em prática os “créditos de construção” para quem reabilita, previstos no novo PDM de Lisboa, que se encontra para aprovação na AM. A experiência da Porto Vivo, SRU deverá ser considerada.
- Incentivar a criação de FII de reabilitação urbana.
- Requalificação urbana por parte das CMs nas zonas mais críticas.

Sem incentivos ao investimento privado não há reabilitação

Outros incentivos/condições favoráveis ao investimento:

- Dinamização de mecanismos por parte das CMs, em parceria com os privados, que permitam **criar escala/dimensão** na reabilitação por forma a tornar as operações mais rentáveis, designadamente por via da **redução de custos**.
- Nem todos estão de acordo com este ponto, pelo que o mesmo deve ser devidamente ponderado, tendo em conta as experiências já existentes, nomeadamente da Porto Vivo, SRU, levando em linha de conta os seus aspectos positivos e negativos.
- Redução do risco dos investimentos, em geral, e do investimento em reabilitação, em particular, através de:
 - maior estabilidade do **sistema fiscal**
 - funcionamento da **justiça**

Avaliação macro económica custos e benefícios

- Numa primeira abordagem e no contexto actual, pode ainda suscitar-se a questão de saber se a Administração Pública, central e local, está em condições de aceitar a redução de determinadas receitas, decorrentes de alguns dos incentivos indicados.
- Mas nesse caso, importa que para uma decisão mais rigorosa se leve também em linha de conta todas as **externalidades/benefícios económicos e sociais**, através de uma **avaliação macro económica** do investimento em reabilitação urbana

Avaliação macro económica custos e benefícios

Não se está a falar de mais investimento imobiliário em nova habitação própria para venda, como se verificou no passado, mas sim de **investimento em reabilitação e requalificação dos centros urbanos, com implicações muito menores ao nível do endividamento e com externalidades positivas a diversos níveis**, que deverão ser consideradas numa **avaliação macro económica**, como por exemplo:

- Revitalização do centro das cidades e aumento da sua competitividade.
- Dinamização das actividades económicas.
- Impacto no Turismo.
- Impacto no PIB.
- Reversão dos custos da desertificação
- Melhoria das condições de vida no centro das cidades
- Acréscimo de receitas fiscais
- Criação de emprego a c.p. (projectos de mão de obra intensiva)

É tempo de passar à acção...

- Face ao estado de degradação a que o centro das nossas cidades chegou, não há mais tempo a perder.
- Muitas medidas já foram tomadas até agora, mas os resultados práticos ainda são muito reduzidos.
- Embora se reconheça a qualidade do trabalho já feito em algumas cidades, não há dúvida de que é preciso ir muito mais além. Basta olhar para o estado a que chegaram, muito em especial os seus centros históricos.
- É preciso por em prática os incentivos/condições necessários que façam acontecer, de forma generalizada, a reabilitação urbana e o arrendamento.
- Recorda-se que o problema da reabilitação é, antes de mais, um problema económico e financeiro. É preciso criar condições para que os investimentos sejam atractivos e viáveis.

É tempo de passar à acção...

- Exige-se maior responsabilidade dos políticos para que se entendam e ponham em prática as reformas/incentivos relevantes, que já há muitos anos deviam ter sido aplicadas.
- Por exemplo, é difícil aceitar que ainda não tenhamos em vigor uma nova lei do arrendamento, ao fim de tantos meses após a sua aprovação pelo Governo.
- Também não é aceitável que o novo PDM da cidade de Lisboa, que contempla alguns incentivos à reabilitação, esteja há mais de 6 meses para ser aprovado pela AM.
- E não é aceitável que o poder político em geral deixasse chegar a justiça ao ponto a que chegou, não se perspectivando ainda a reversão da situação. Trata-se de mais um factor de risco muito negativo para a captação do investimento.

Bibliografia sobre Análise de Investimentos Imobiliários e Avaliação de Imóveis

- NEVES, J., MONTEZUMA, J. e LAIA, A. (2009) *Análise de Investimentos Imobiliários*, Texto Editora;
- LAIA, A. e MOEDAS, C. (2010) *O Novo Paradigma do Investimento Imobiliário*, Sabedoria Alternativa;
- GELTNER, D. and N. MILLER (2001) *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, Mason, Ohio: South-Western Thomson Learning;
- LING, D. E ARCHER, W. (2007) *Real Estate Principles: A Value Approach*, N.Y.: McGraw-Hill;
- BROWN R AND MATYSIAK G (2000) *Real Estate Investment - A Capital Market Approach*, Prentice Hall, UK.
- BRUEGGMAN. W & FISHER, JR , *Real Estate Finance and Investments*, Irwin/Mc Graw-Hill.
- LAIA, AMARO (2007) *Yields e Avaliação de Imóveis*, Confidencial Imobiliário, Março e Abril de 2007.
- LAIA, AMARO (2003), *Promoção Imobiliária de Habitação - Rendibilidade e Preços de Venda*, Revista Gestão Pura, Outubro 2003.
- ROYAL INSTITUTION OF CHARTERED SURVEYORS (RICS), *RICS Valuation Standards* (red book)
- THE EUROPEAN GROUP OF VALUERS' ASSOCIATIONS (TEGoVA), *European Valuation Standards* (blue book)
- DAMODARAN, A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, Inc, N.Y.

MUITO OBRIGADO PELA VOSSA ATENÇÃO !

Contacto: amaro.laia@gmail.com