

Análise Económica E Financeira

Situação Financeira

Capítulo IV

CAPÍTULO 4. ANÁLISE DO EQUILÍBRIO FINANCEIRO

1. ESTRUTURA FINANCEIRA E FONTES DE FINANCIAMENTO

1.1. Noção e importância

Independentemente do sector e da fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra – criação, crescimento¹, ano cruzeiro, expansão/desenvolvimento ou, mesmo, declínio – torna-se necessário a realização de um estudo que defina quais as mais adequadas composições de origens de fundos para cada situação, tendo presente que uma “boa gestão” exige que – para determinado volume de produção e Vendas/Prestação de Serviços – existirá um “mix” de capitais (origens) que optimize os resultados sem fazer perigar a autonomia financeira, *mix* esse que, no entanto, tem um custo associado, quer sob a forma de retribuição dos Capitais Próprios, quer suportando custos financeiros.

A escolha de tal “mix”, ou seja, a definição da melhor estrutura de financiamento não é fácil pois – ao contrário das aplicações, em que há a possibilidade de recorrer, designadamente, às técnicas do VAL e da TIR para seleccionar as melhores em termos de investimento – não há nenhuma teoria financeira suficientemente credível e rigorosa que permita conhecer a natureza e peso relativo dos “ingredientes” constituintes das origens de fundos.

No estudo da situação financeira podemos considerar abrangidos os elementos respeitantes à Tesouraria e à Estrutura Financeira, os quais – embora diferenciáveis – acabam por ser interdependentes, sobretudo porque a qualidade da gestão dos activos e passivos circulantes e dos fluxos financeiros de curto prazo (aspectos ligados à Tesouraria) é factor importante da composição dos capitais permanentes mais adequados² (aspectos relacionados com a Estrutura Financeira).

Embora alguns autores³ tenham procurado demonstrar que não existe uma estrutura financeira óptima – o que sustentaria a ideia de que o valor de mercado e o custo do capital das empresas eram independentes da composição das origens de fundos – outras e mais recentes correntes de pensamento⁴ surgidas têm defendido que aquela estrutura (também conhecida por estrutura de capital, estrutura de capitais permanentes adequados, estrutura de capitais investidos ou, ainda, por combinação dos diferentes títulos da empresa⁵) influencia, efectivamente, aqueles valor de mercado e custo do capital.

Independentemente da controvérsia, que persiste, ao nível dos desenvolvimentos teóricos, cujas principais sínteses faremos mais adiante, a verdade é que, quer numa perspectiva de equilíbrio financeiro (de curto e de médio prazos), quer numa perspectiva de rentabilidade, importa conhecer a mais vantajosa combinação entre os capitais próprios e os capitais alheios de médio

¹ Mesmo que os Resultados (e cash-flows) cresçam em função do volume de negócios, o fluxo de caixa total líquido gerado é frequentemente negativo, em virtude das necessidades de investimento em capital fixo e necessidades de fundo de maneio, para cuja satisfação há que recorrer a fontes externas de financiamento em combinações que visem uma estrutura financeira adequada.

² Para garantir esta adequidade tais capitais terão tanto maior componente de capitais próprios quanto mais débeis e/ou desequilibradas forem as históricas e previsionais Tesourarias de exploração.

³ Modigliani e Miller (1958)

⁴ Referimo-nos designadamente às Static Trade-off Theory, Pecking Order Theory e Teoria Organizacional.

⁵ Cf. Princípios de Finanças Empresariais, de Brealey e Myers, 3ª edição, página 397.

prazo que financiam as respectivas aplicações fixas e circulantes⁶, a qual não será naturalmente indissociável da política de endividamento adoptada e variará de sector para sector e, dentro deste, de empresa para empresa.

O equilíbrio financeiro das empresas (de curto e médio prazo) atingir-se-á quando a respectiva estrutura financeira permitir que a actividade desenvolvida liberte, ano após ano, um fluxo de meios líquidos suficientes para fazer face às suas necessidades operacionais e aos compromissos financeiros assumidos à medida que se forem vencendo, o que pressupõe:

- a) que a cadência das exigibilidades seja compatível com a transformação dos activos em liquidez imediata;
- b) que os capitais próprios cubram os riscos inerentes à actividade (margem de segurança);
- c) que a rendibilidade da exploração assegure a possibilidade de, sempre que necessário, ser reforçada a aquela margem e/ou aumentada a capacidade de endividamento a médio prazo.

1.2. Factores influentes nas estruturas de financiamento

Consoante os casos, são mais ou menos determinantes os factores que seguidamente destacamos:

- a fiscalidade
- os custos de falência
- os custos de agência
- a estrutura dos activos
- a flexibilidade financeira
- o meio envolvente
- as condições de organização e gestão
- a integração em grupos económicos

Fiscalidade

Dada a forma de tributação dos lucros em IRC e, depois, em IRS, a fiscalidade condiciona a distribuição de resultados e, consequentemente, tem influência na estrutura de financiamento: perante maiores distribuições de resultados haverá lugar às respectivas “compensações” geralmente com origens alheias de fundos.

Custos de falência

Trata-se de perdas de valor motivadas pela liquidação de empresas e geralmente associadas a excessivos endividamentos. Existem os custos directos como os do leiloeiro, do ROC, dos advogados, etc, mas também os indirectos como a perda de know-how, a má imagem, o aumento dos *spreads* bancários, etc, perdas de valor associadas a um processo de degradação lenta.

Custos de agência

São custos originados no âmbito da Teoria da Agência, segundo a qual uma ou mais pessoas (o Principal) contratam uma outra pessoa (o Agente) para executar algum serviço que envolva a delegação de tomada de decisão e autoridade para o agente.

⁶ Note-se que, de modo estático, a estrutura financeira é definida pelo montante de origens próprias e alheias (distribuídas segundo prazos de exigibilidade) e pelo montante de aplicações (repartidas de acordo com prazos de liquidez).

Trata-se de perdas de valor da empresa motivadas pela circunstância de os gestores tomarem decisões contrárias aos interesses dos accionistas, uma vez que estes não têm geralmente controlo sobre a actuação daqueles. Estão aqui implícitas assimétrias de informação⁷ entre Principal (accionista) e Agente (gestor) que podem levar a um desbaratamento de fundos resultante daquele não controlo.

Um correcto “doseamento” no endividamento leva a menores custos de agência⁸, assumindo este (o endividamento) um carácter disciplinador dos gestores que os capitais próprios não têm (se tiverem de pagar juros e amortizações, os gestores têm de ser mais eficientes ficando com menor “folga” para eventuais “desperdícios” de fundos).

Em suma, o endividamento será do interesse dos accionistas como elemento disciplinador e avaliador da acção dos gestores.

Refira-se, ainda, que os custos de agência também podem acontecer entre accionistas, gestores e credores na medida em que estes últimos com as suas reivindicações/imposições comerciais podem condicionar a política de endividamento levando, por exemplo, a uma não distribuição de dividendos como forma de anteciparem os seus recebimentos.

Estrutura dos activos

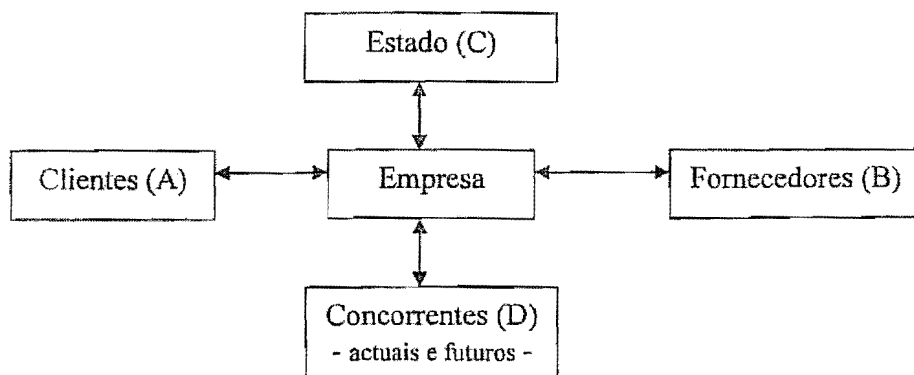
Entre duas empresas com iguais volumes de negócios é mais provável que se encontre, por opção, mais endividada aquela que tiver maior peso de activos corpóreos no conjunto das suas aplicações, uma vez que ela tem, naturalmente, mais garantias reais para viabilizar os empréstimos.

Flexibilidade financeira

Corresponde a uma reserva não utilizada em termos de crédito aprovado (*plafond*), a qual, existindo, garante condições para, nomeadamente, financiar com maior volume de capitais alheios os novos projectos.

Meio envolvente

Neste caso distinguiremos sobretudo as forças exógenas genericamente representadas no seguinte quadro:



⁷ Relatórios trimestrais, administradores não executivos, *stock options*, etc visam minimizar estas assimétrias.

⁸ Surgem em consequência da separação entre a propriedade e a gestão das empresas e decorrem do facto dos administradores poderem tomar decisões que não contribuam (ou até contrariem) para a maximização da riqueza dos detentores do capital (proprietários). São basicamente de dois tipos as relações associáveis a estes custos: entre accionistas e credores e entre accionistas e administradores.

Handwritten signature

- (A) devido ao poder de negociação (crédito concedido), aos hábitos/necessidades de consumo, ao índice de fidelidade
- (B) devido ao poder de negociação (crédito obtido), às relações de parceria, etc.
- (C) devido à política orçamental (impostos, benefícios fiscais, etc), às políticas monetárias e cambiais, aos acordos internacionais, designadamente de índole comercial, etc.
- (D) devido à ameaça de novos produtos, à possibilidade de desenvolvimento de produtos sucedâneos, existência de barreiras de entrada, etc.

Condições de organização e gestão

São sempre influenciadoras da política de financiamento na medida em que, se não forem satisfatórias (designadamente ao nível da gestão de stocks e de terceiros), levarão, no mínimo, a desequilíbrios de Tesouraria que requerem endividamento, mesmo quando este for desaconselhado por razões de rentabilidade financeira.

Neste âmbito é importante que – previamente à definição da política de financiamento a adoptar – se encontrem respostas para questões como:

- É possível melhorar a gestão de *stocks* sem aumentar o risco de ruptura dos aprovisionamentos e mantendo-se o mesmo nível de negócio?
- As vendas adicionais implicam *stocks* adicionais? Mais que proporcionais? Ou os mesmos *stocks*?
- A capacidade instalada está plenamente utilizada? É possível aumentar a produção como as mesmas instalações e equipamento?
- Em que medida se pode desinvestir mantendo os níveis de produção e de qualidade?
- Foram consideradas margens de segurança? Serão excessivas?
- A gestão de clientes é correcta? Poder-se-á melhorar?
- A política de compras é adequada? E a gestão de fornecedores é favorável à empresa?

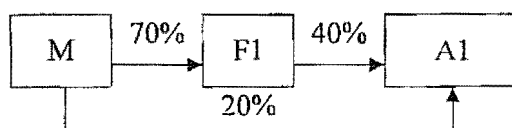
as quais (respostas) são fundamentais para permitir a obtenção de economias de custos e reequilíbrios de tesouraria.

Integração em grupos económicos

Também condiciona a política de financiamento, quer beneficiando, na obtenção de crédito, de “facilidades” proporcionadas pela empresa-mãe, enquanto garante do reembolso dos empréstimos a contrair, quer endividando-se para, eventualmente, na qualidade de avalista da empresa do grupo, se substituir nos pagamentos que aquela deixar de satisfazer.

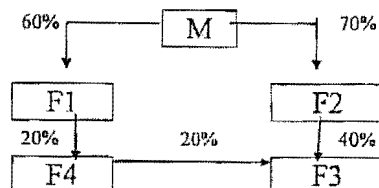
Nos grupos económicos distinguem-se a percentagem de controlo e a percentagem de participação, que ilustramos com os seguintes exemplos:

1º Exemplo: empresas M, F1 e A1



- a. Percentagem de controlo (PC) de M em A1
 $PC = 40\% + 20\% = 60\%$

- b. Percentagem de participação (PP) de M em A1
 $PP = 70\% \times 40\% + 20\% = 48\%$

2º Exemplo: empresas M, F1, F2, F3 e F4

c. Percentagem de controlo (PC) de M em F3

$$PC = 40\%$$

d. Percentagem de participação (PP) de M em F3

$$PP = 70\% \times 40\% + 60\% \times 20\% \times 20\% = 30,4\%$$

Nota 1: quando a percentagem de controlo da empresa-mãe sobre a associada é maior ou igual a 20% mas inferior a 50% diz-se que há influência significativa.

Nota 2: no 2º exemplo, F3 é, para efeitos de consolidação, uma associada de M pois a percentagem de controlo de M em F3 é superior a 20% mas inferior a 50%.

Por último anote-se que casos há em que o factor mais determinante serão os custos de agência, noutros a fiscalidade, etc.

1.3. Estrutura financeira e capitais permanentes

Dada a importância dos capitais permanentes no equilíbrio estrutural da tesouraria⁹, passamos a uma análise mais específica das suas características, designadamente no que respeita a:

a) Quantificações de natureza prática

a1) Igualdade entre Capitais Próprios e Dívidas a Terceiros de Médio Prazo (DATMP)

Neste caso teríamos uma capacidade de endividamento (CE) igual a 2, como se pode a seguir observar:

$$CE = \frac{\text{Capitais Permanentes}}{\text{DATMP}} = \frac{CP' + \text{DATMP}}{\text{DATMP}} = \frac{2 \cdot \text{DATMP}}{\text{DATMP}} = 2$$

⁹ De acordo com Menezes, pág. 388, tal equilíbrio ocorrerá quando os capitais permanentes forem os adequados correspondendo estes ao somatório dos Activos Fixos e Outros Valores Imobilizáveis com o Fundo de Manobra.
 Necessário Total (CPA = AF + OVI + FMNT)

a2) Origens de fundos versus aptidão de geração de liquidez dos activos

Segundo este critério os Capitais Próprios deveriam financiar as aplicações em activos fixos susceptíveis de menor aptidão para gerar liquidez (v.g. terrenos e edifícios), e metade do Fundo de Maneio Necessário Total, enquanto que as dívidas a terceiros de médio prazo garantiriam a cobertura financeira dos restantes activos fixos e do Fundo de Maneio Necessário Total.

a3) Autofinanciamento anual versus dívidas a terceiros de médio prazo

O reembolso de empréstimos de médio prazo deverá estar garantido, num período máximo de 5 anos, pelos meios libertos líquidos retidos (RLR + Am + ΔProvisões), ou seja:

$$\frac{\text{DATMP}}{\text{Autofinanciamento Líquido}} \leq 5 \text{ anos}$$

Refira-se, todavia, que as estruturas de financiamento dependem de sector para sector e, intra-sector, de empresa para empresa, ou seja, são insusceptíveis de padronização.

A sua definição não deve, pois, obedecer a critérios rígidos como os acabados de enunciar e cujos resultados só juntamente com a análise de outros aspectos (v.g. tesouraria de exploração, custo do capital, risco financeiro, rendibilidade dos Capitais Próprios) devem servir de suporte para tomadas de decisão no âmbito da sua definição.

b) Factores condicionantes dos capitais permanentes adequados

b1) Características da empresa

O maior ou menor endividamento a médio prazo – e, por conseguinte, o seu maior ou menor peso no conjunto dos capitais permanentes – depende, naturalmente, da capacidade de endividamento da empresa (imposta, obviamente, pelas entidades financiadoras mas também influenciada pela forma jurídica e pelos ónus eventualmente existentes) do grau de acesso ao mercado de capitais (geralmente as PME encontram maiores dificuldades) e da possibilidade de alteração do capital social, quer em termos jurídicos, quer financeiros.

b2) Orientações gerais de política macroeconómica

Independentemente do grau de endividamento e da capacidade de reembolso da empresa, podem existir restrições gerais ou mais específicas no acesso a empréstimos de médio prazo (com as inerentes consequências sobre a estrutura de capitais permanentes), como, por exemplo, as relacionadas com existência de limites de crédito, cumprimento de “rácios” financeiros mais exigentes, desincentivo ao financiamento de determinado sector de actividade económica, impossibilidade da prática de garantias reais exigidas, benefícios ou penalizações fiscais de determinados investimentos, com dificuldades acrescidas no respectivo financiamento.

b3) Tesouraria de exploração

Entre empresas com idêntica dimensão e pertencentes ao mesmo sector de actividade, terão maiores dificuldades em financiar os seus activos, com recurso a origens de médio prazo, sobretudo aquelas que, de modo relevante, tiverem maiores desequilíbrios de tesouraria de exploração essencialmente provocados por crescentes subidas das necessidades de fundo de maneio, uma vez que só a evolução destas no sentido da diminuição pode, de modo sustentado, criar condições para reembolsos mais seguros, assentes em excedentes de Tesouraria originados internamente e, portanto, sem necessidade de recursos a entradas de dinheiro fresco.

- b4) Política de dividendos (vide ponto seguinte)
- b5) Rendibilidade dos capitais próprios
- b6) Inflação
- b7) Risco

1.4. Política de dividendos

1.4.1. Generalidades

Podemos considerar as decisões respeitantes aos dividendos englobáveis nas decisões de financiamento¹⁰ uma vez que elas condicionam o volume de resultados retidos: se a atribuição de dividendos não for compensada por entradas de dinheiro fresco será afectada, temporariamente ou não, a estrutura de financiamento da empresa.

Geralmente, os gestores acreditam que as políticas de dividendos influenciam sobremaneira o valor da empresa e a riqueza dos accionistas/sócios, temática que tem sido, naturalmente, objecto de diferentes, e não consensuais, abordagens e estudos específicos.

Por exemplo, Franco Modigliani e Merton Miller (M&M) defendiam (1961) a tese de que a política de dividendos é irrelevante enquanto factor de valorização empresarial, considerando que, subjacentes ao seu modelo, estavam as seguintes ideias-força:

- mercado de capitais perfeito com investidores racionais;
- informação igualmente disponível para todos os intervenientes;
- inexistência de impostos (ausência de efeito fiscal) e de custos de transacção associados à venda de acções;
- política de investimentos estável (insensibilidade à política de dividendos);
- inexistência de conflitos de interesse entre gestores e detentores do capital;
- não consideração de custos de admissão à cotação das acções emitidas pela empresa.

Assim, de acordo com M&M verificar-se-ia que:

- a) as decisões respeitantes à distribuição de resultados seriam inócuas na criação ou destruição de valor, constituindo, pois, um mero subproduto das consideradas únicas decisões com capacidade para criar valor, ou seja, as decisões de investimento;
- b) para determinado nível de investimento, se a empresa decidir pagar mais um euro de dividendo, terá que compensar essa saída com a entrada exógena de igual importância para financiar tal investimento;
- c) o incremento de dividendo para os actuais sócios/accionistas será rigorosamente compensado pela diminuição de dividendos futuros, quando a empresa tiver de pagar dividendos aos novos sócios/accionistas;
- d) na ausência de efeito fiscal e de custos de transacção, e encontrando-se toda a informação disponível, o valor da empresa para os actuais sócios/accionistas, não seria influenciado pela política de dividendos, o que tornaria tal política irrelevante.

¹⁰ Constituem, juntamente com as decisões de investimento, as principais categorias de decisões abordadas na teoria financeira.

Porém, estudos posteriores revelaram que os pressupostos¹¹ anteriormente referidos eram pouco realistas, razão pela qual, os deveriam abandonar, passando a admitir que as imperfeições e ineficiências dos mercados implicavam que aspectos como a fiscalidade, os custos de agência, a sinalização (efeito de anúncio) e os custos de transacção de títulos – pelas razões seguidamente apontadas – tivessem influência sobre a política de dividendos, deixando esta de ser irrelevante na criação/destruição de valor:

Fiscalidade e política de dividendos

A fiscalidade influencia a política de dividendos atendendo a que os sistemas fiscais geralmente não promovem igual tratamento para dividendos e lucros retidos, penalizando um tipo de rendimento relativamente a outro o que condiciona decisões quanto à distribuição dos mesmos dividendos.

Custos de agência e política de dividendos

Há sempre a possibilidade dos gestores que não detêm qualquer parcela de capital poderem tomar decisões no seu próprio interesse, não maximizando o interesse dos proprietários.

Custos de transacção e política de dividendos

Autonomamente considerada, a existência de custos de transacção é favorável a uma política de dividendos.

Sinalização e política de dividendos

A distribuição de dividendos poderá ser encarada como um sinal positivo que a Administração emite para o mercado, sendo uma forma de comunicar para o exterior a confiança que tem na manutenção desta política. Porém, numa empresa que nunca tenha registado distribuição de dividendos mas que tenha elevados lucros, o anúncio de pagamento de dividendos poderá ser interpretado pelos accionistas como indicativo de que os actuais projectos não são tão lucrativos como têm sido, o que aconselha alguma cautela aquando da alteração de tal política.

1.4.2. Principais políticas

De uma forma algo redutora poder-se-á dizer que existem essencialmente três políticas de dividendos: a política de não pagamento de dividendos, a política de pagamento de dividendos de forma estável e a política de pagamento de dividendos de forma variável.

1.4.2.1. Política de não pagamento de dividendos

O não pagamento de dividendos acarreta, essencialmente, uma maior margem de manobra para os gestores permitindo-lhes um crescimento auto-sustentado e não impondo o recurso ao mercado financeiro. Ora, os accionistas com pouco controlo sobre a actividade dos gestores poderão deparar-se com os já referidos custos de agência, cenário em que o investimento na empresa é valorizado em relação à distribuição de resultados, pois isso vai ao encontro dos interesses particulares dos gestores.

¹¹ Apesar de tudo, foram eles que permitiram a criação de uma base de desenvolvimento de novos modelos de comportamento dos investidores, constatado que foi que – no mundo real – os mercados são imperfeitos e, consequentemente, tais pressupostos deveriam ser desatendidos.

A Microsoft é um bom exemplo de empresas que não pagam dividendos, o que parece não causar qualquer transtorno aos seus accionistas. Ao assumir claramente esta política, a Microsoft atraiu accionistas cujas preferências passam precisamente pelo não pagamento de dividendos. Trata-se, normalmente, de accionistas sujeitos a elevadas taxas de imposto e que não precisam de um rendimento periódico sob a forma de dividendos.

1.4.2.2. Política de pagamento estável de dividendos

Esta política é encarada positivamente pelos accionistas, estando a ela associado os efeitos de sinalização e de custos de agência.

Assim, as empresas que assumam esta política devem evitar a todo o custo uma redução dos dividendos pois tal poderá ser considerado como um sinal de dificuldades na empresa, o que se poderá traduzir numa diminuição das cotações e na obtenção de financiamento com condições menos favoráveis. Daí que, para assumir uma política com estes moldes, a empresa deverá analisar convenientemente a sua capacidade para sustentar um nível mínimo de dividendos no futuro. Como se compreenderá, a distribuição estável de dividendos constitui uma forma de combater os custos de agência.

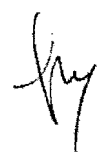
Uma breve apreciação da política de dividendos da Nokia, de 1993 a 1997, permite-nos concluir que esta empresa optou claramente por uma política de distribuição de dividendos. Realça-se o facto de tal distribuição ter sido feito de uma forma regular e crescente, acompanhando o crescimento dos lucros operacionais. Este aumento gradual do valor dos dividendos transmite a expectativa da gestão de um crescimento dos cash-flows futuros. No entanto, o excesso de liquidez que caracterizou o ano de 1997 indicia a preocupação da gestão em manter uma “almofada financeira” para fazer face a eventuais dificuldades.

Em 2002, o responsável da Nokia afirma que, “apesar de ter enfrentado um ano caracterizado por uma forte competição, volatilidade extrema e economia enfraquecida”, se sente satisfeito pela manutenção de uma rendibilidade sólida e por uma posição estratégica reforçada. Assim, apesar de um cenário de crise, a Nokia continuou a apresentar resultados positivos, anunciando mais uma vez, a distribuição de dividendos.

1.4.2.3. Política de pagamento variável de dividendos

Neste âmbito, o dividendo é encarado de modo residual e, quanto à sua distribuição, ela é posterior às decisões financeiras estratégicas fundamentais em termos de criação de valor, ou seja, ocorre depois das decisões de investimento e financiamento.

Trata-se de uma política bastante interessante para os gestores, dado que lhes garante maior liberdade, mas também poderá permitir responder aos interesses dos accionistas que, não estando dependentes da necessidade de um rendimento periódico, acreditam na capacidade dos gestores em avaliar devidamente as oportunidades de investimento e no respeito pela estrutura-alvo de capitais. Assim, se as políticas de investimento e financiamento forem adequadas aos objectivos da empresa poder-se-á chegar a uma política de dividendos considerada ótima.



1.4.3. Conclusões gerais

Na relação entre accionistas e gestores, destaca-se a preocupação destes em reduzir ao mínimo a percentagem de lucros distribuídos, como forma de garantir a existência de disponibilidades para fazer face a novos investimentos sem recurso a endividamento. Esta pretensão de uma política de magros dividendos é, no entanto, encarada como alguma desconfiança por parte dos investidores, uma vez que os excedentes não distribuídos poderão ser aplicados em projectos de fraca rendibilidade. Assim, a exigência de dividendos substanciais constitui uma forma de reduzir as disponibilidades financeiras para usos arbitrários dos gestores forçando-os a justificar, perante o mercado, necessidades de endividamento no financiamento de novos projectos, o que obriga a um maior rigor na gestão.

Não obstante a existência de algumas regras/procedimentos/teorias que auxiliam os gestores nas suas tomadas de decisão, não é possível, no caso concreto em análise, a identificação clara do tipo de política de dividendos que permite a maximização do valor de mercado da empresa, o que não invalida o papel incontestável de tal política na resolução de potenciais conflitos de interesses que surjam nas organizações.



1.5. Interdependência entre estrutura financeira e estruturas de resultados

Legenda:

- 1 – Amortizações
- 2 – Consumos e Provisões para depreciação de existências
- 3 – Provisões para Cobranças Duvidosas
- 4 – Pagamentos a pronto de bens/serviços despesáveis
- 5 – Vendas a Crédito de bens/serviços
- 6 – Vendas a pronto de bens/serviços despesáveis
- 7 – Compras a crédito de bens/serviços despesáveis
- 8 – Alteração do nível de capitais próprios decorrente da incorporação de resultados

1.6. Estruturas de capital – Principais teorias

1.6.1. Generalidades

Com a publicação, em 1958, de um controverso artigo¹², Modigliani e Miller (MM) procuraram demonstrar – em nítido desacordo com a até aí prevalecente convicção de que para qualquer empresa existia uma combinação óptima de recursos próprios e alheios que maximizava o seu valor de mercado e minimizava o correspondente custo médio do capital – que não existia nenhuma estrutura óptima de capitais e que os referidos valor de mercado e custo médio do capital não dependiam da estrutura de origens (próprias ou alheias) das empresas¹³.

Apesar de, nos últimos 45 anos, diversos e aprofundados estudos continuarem a versar esta matéria, a verdade é que, no âmbito da teoria financeira, continua por encontrar a resposta à pergunta “como é que as empresas devem determinar e escolher a sua estrutura de financiamento?”¹⁴.

1.6.2. Principais teorias

1.6.2.1. Teoria clássica ou tradicional

Tem como principal seguidor Myron Gordon e é suportada nas seguintes ideias-chave:

- o custo do capital alheio é crescente a partir de determinado nível de endividamento e menor que o custo do Capital Próprio (efeito de redução de impostos provocado pelos juros)
- o custo do Capital Próprio cresce com o volume de endividamento e depende do risco financeiro da empresa (o aumento de risco financeiro induzido por maior endividamento leva a que, para compensar, os accionistas exijam maior rendibilidade para o capital próprio)
- até determinado montante (coincidente com o nível de endividamento óptimo), a vantagem em utilizar capital alheio mais barato compensaria a desvantagem na utilização de capital próprio com custo crescente
- para níveis mais elevados de endividamento passa a existir risco financeiro pelo que os mutuantes, por exemplo com receio de um não reembolso, vão exigir remuneração mais alta, o que provocará aumento do custo do capital alheio
- o custo médio dos capitais será certamente determinado pela estrutura desses mesmos capitais, decrescendo numa fase inicial e tornando-se crescente a partir de determinado nível de endividamento

¹² The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment

¹³ Para fundamentar esta conclusão MM consideraram, nomeadamente, que:

- os mercados de capitais eram perfeitos (nenhum dos intervenientes teria peso suficiente para influenciar a cotação dos títulos, nem haveria custos de transacção ou outros relacionados com a transferência de títulos)
- os investidores assumiam um comportamento racional
- todas as empresas poderiam ser agrupadas em “classes de rendimento equivalente” (rendimento de risco igual ou similar)
- havia mobilidade extrema dos agentes económicos no mercado de capitais
- não existiam impostos para empresas e particulares (esta hipótese seria abandonada em 1963, o que levou à correcção do modelo e à conclusão de que, afinal, existe uma estrutura óptima de capitais que maximiza o valor da empresa e minimiza o seu custo do capital)

¹⁴ Como afirma Myers (1984) “... parece presunçoso que as teorias pretendam aconselhar as empresas na escolha de uma estrutura óptima de capitais, quando não conseguem ser capazes de explicar o seu comportamento financeiro actual”.

1.6.2.2. Teoria Modigliani e Miller (MM)

Estes autores estiveram em grande desacordo com a teoria clássica, tendo sustentado que:

- a) o custo dos capitais alheios é constante, independentemente do grau de endividamento a médio prazo
- b) o custo dos capitais próprios é crescente em relação ao endividamento de médio prazo
- c) o risco financeiro da empresa cresce com o endividamento, afectando o custo do capital próprio e não o do capital alheio
- d) o custo médio ponderado do capital seria constante e independente do nível de endividamento

1.6.2.3. Teorias mais recentes

No conjunto das diversas teorias sobre estruturas de capitais surgidas a partir da década de setenta, sobressaíram as 3 seguintes:

- Static Trade-off Theory (aponta para um equilíbrio entre benefícios fiscais e custos potenciais do endividamento)
- Pecking Order Theory (defende que as empresas seguem uma hierarquia de preferências na escolha das suas fontes de financiamento)
- Teoria Organizacional (assume que há conflitos de interesses entre gestores e accionistas)

1.6.2.3.1. Static Trade-off Theory

Segundo os defensores desta teoria, há um rácio de endividamento óptimo que resulta do compromisso entre os custos e benefícios de contrair empréstimos (considerando que a empresa não altera nem os seus activos, nem os seus planos de investimento), o que equivale a dizer que há um equilíbrio entre o valor actual das vantagens fiscais decorrentes do pagamento de juros e o valor actual dos potenciais custos de falência.

A estrutura óptima de capitais derivaria, assim, da igualdade entre vantagens fiscais marginais do aumento do endividamento e custos marginais esperados de falência, embora haja autores que revelam algum cepticismo acerca de um papel determinante dos custos de falência na estrutura de capital, sobretudo porque a relevância destes custos não é de fácil estimativa.

Numa definição mais lata de custos de falência incluem-se os custos de agência¹⁵ cuja relação com a estrutura de capitais foi evidenciada por Jensen e Meckling (1976), ao demonstrarem que o endividamento fornece um incentivo para os accionistas expropriarem alguma riqueza aos novos financiadores, optando por investimentos que aumentam o risco da dívida já existente assim como a probabilidade de falência.

¹⁵ Originados por decisões ineficientes que, por sua vez, resultam de conflitos no relacionamento entre accionistas (proprietários), obrigacionistas e gestores (agentes a quem os accionistas delegam a faculdade de tomar decisões empresariais).



Nesta linha de pensamento, os accionistas optarão por investimentos mais arriscados a ponto de realizarem projectos com VAL nulo ou mesmo negativo, os quais poderão reduzir os cash-flows futuros e, conseqüentemente, diminuir o valor de mercado da empresa (fenómeno geralmente conhecido como “problema de substituição de activos”).

Um outro tipo de custos de agência associados ao endividamento é o que – segundo Myers (1977) – deriva do “problema do subinvestimento”: quando uma empresa tem uma dívida cujo prazo de amortização termina depois de expirado o prazo de oportunidade do investimento, os accionistas têm um incentivo para rejeitar novos projectos com VAL positivo, pois os benefícios da sua aceitação revertem apenas em favor dos credores/novos financiadores.

Como nota final diremos que a Static Trade-off Theory, na política de financiamento das empresas, – apesar de não estar suficientemente comprovada em termos empíricos – continua a ser seguida por muitos profissionais que procuram uma aproximação ao “melhor rácio de endividamento”.

1.6.2.3.2. Pecking Order Theory

Trata-se de teoria segundo a qual as empresas, face a eventuais investimentos, seguem uma hierarquia de preferência na escolha das respectivas fontes de financiamento.

Foi assim designada por Myers (1984), admite que as assimetrias de informação têm efeito sobre a estrutura de capitais, e defende que as empresas utilizarão, prioritariamente, autofinanciamento, capital alheio e, por fim, emissão de novas acções.

Numa abordagem que ficou conhecida como a Teoria do Incentivo/Sinalização, Ross (1977) admite que os gestores, pelo facto de possuírem informação privilegiada acerca de risco, rendibilidade e oportunidades de investimento podem anunciar distribuições de resultados e/ou alterar as estruturas de capitais com a finalidade de dar ao mercado sinais que melhor possam perspectivar o futuro da sua empresa.

Por outro lado, Myers e Majluf (1984) consideram que o nível de endividamento é calculado de forma a reduzir as ineficiências das decisões de investimento causadas pela referida assimetria de informação (neste caso, a estrutura de capitais surge como parte da solução dos problemas de sobre e subinvestimento).

Como argumenta Sharpe (1995), a grande dificuldade desta teoria relaciona-se com a determinação da influência de custos de agência/falência, dos custos de transacção e da informação assimétrica sobre a estrutura de capitais. Apesar disso, Myers continua a defendê-la embora, para aumentar a sua evidência empírica, veja a necessidade em efectuar algumas alterações, as quais acabam por aproximá-la da Static Trade-off.



1.6.2.3.3. Teoria Organizacional

Esta teoria é defendida por Myers (1992) embora a sua questão central – existência de um efectivo conflito de interesses entre gestores e accionistas – já tenha sido evidenciada por Jensen e Meckling (1976) ao constatarem que a natureza do gestor para se comportar de acordo com os seus interesses pessoais implica custos (custos de agência) que diminuem se ele próprio for accionista.

Considerando que existem importantes divergências entre interesses da organização e dos investidores Myers (1992) admite, no entanto, que certos esquemas de remuneração poderão conduzir a uma confluência de interesses e levar os gestores à tomada de decisões financeiras que maximizem o valor da empresa, hipótese que redundaria na desnecessidade de tal teoria. Para alguns autores este modelo traduz uma nova perspectiva da teoria de agência que ainda carece de um desenvolvimento mais formal e minucioso para que se possa falar verdadeiramente de uma Teoria.

1.6.2.3.4. Outros modelos

Por último refira-se, ainda, a existência de “outros modelos” que, embora de modo mais ou menos incipiente, também procuram explicar as estruturas de capital.

Trata-se de abordagens baseadas em argumentos de natureza comercial ou em considerações atinentes ao controlo empresarial.

No primeiro caso, têm-se estudado as interacções entre decisões estratégicas de competição no mercado de produtos/serviços e a estrutura de financiamento (é demonstrável que o acréscimo de endividamento pode levar à adopção de políticas de produção mais agressivas), bem como a relação entre a estrutura do capital e as características dos produtos, serviços ou inputs (admite-se que as empresas que produzem produtos ou prestam serviços únicos, endividam-se menos em virtude dos maiores custos que impõem aos seus clientes, fornecedores e trabalhadores em caso de falência).

No campo das considerações acerca do controlo da empresa, Harris e Raviv (1988) e Stulz (1988) examinaram as variações da estrutura de capital em resposta a tentativas de takeover e concluíram que:

- a) as empresas alvo de takeover irão aumentar, em média, os seus níveis de endividamento
- b) a cotação das acções da empresa-alvo tende a reagir positivamente a uma ameaça de takeover
- c) o prémio de takeover pago aos accionistas da empresa-alvo, em caso de sucesso da operação, está positivamente relacionado com os acréscimos de endividamento
- d) o peso do endividamento na estrutura de financiamento da empresa-alvo está negativamente relacionado com o sucesso da oferta pública de aquisição
- e) as empresas-alvo de ofertas públicas de aquisição mal sucedidas irão ter, em média, maior endividamento do que as restantes empresas-alvo em disputa



1.6.3. Conclusão

Apesar de este assunto – estrutura do capital – já ter sido objecto de muitos estudos e discussões entre os teóricos das finanças empresariais, continua a subsistir uma diversidade de opiniões acerca das determinantes de uma estrutura de financiamento óptima, sobretudo porque muitos desenvolvimentos teóricos não encontram confirmação empírica (nota-se mesmo alguma divergência entre a “teorização” e as “observações casuísticas”, por exemplo, quanto ao binómio rendibilidade/endividamento pois, em teoria, as empresas mais rendíveis recorreriam, em geral, mais ao endividamento, mas, na prática, tal não é confirmado).

Não obstante tratar-se ainda de um tema com debates em aberto, - e enquanto se procura uma desejável sintonia no plano teórico-prático – é, pelo menos, possível saber que, entre os especialistas, é consensualmente aceite que a estrutura de capitais de uma empresa (rácio endividamento/capitais próprios) sofre influência de um conjunto de factores, entre os quais destacamos a dimensão e rendibilidade da empresa, a composição do activo, o risco de mercado, os benefícios fiscais, o serviço da dívida e o crescimento do negócio.

1.7. Fontes de financiamento

1.7.1. Enumeração

1.7.1.1. Endógenas ou próprias

- Autofinanciamento Líquido¹⁶
- Desinvestimento ou cessões de activos

1.7.1.2. Exógenas

1.7.1.2.1. De curto prazo

- Trabalhadores (diferimento médio de 15 dias no pagamento de salários e de 6 meses no subsídio de férias e Natal)
- Fornecedores (negociações expressas ou práticas normais)
- Estado e Outros Entes Públicos (IVA, IRC, IRS, Segurança Social, etc)
- Crédito bancário
 - o Desconto de letras e livranças (desconto comercial)
 - o Empréstimos de apoio à tesouraria (descoberto bancário¹⁷, hot money¹⁸)
 - o Empréstimos em conta corrente (c/c)
 - o Crédito de curto prazo (com formalização de contrato e destinado quer a suprir necessidades de tesouraria quer para fazer face a despesas de exploração)
 - o Crédito por assinatura (aval bancário, fiança ou garantia bancária)
 - o Crédito documentário
- *Factoring*
- Papel Comercial (“*comercial paper*”)
- Sócios/accionistas

¹⁶ Resultados Líquidos retidos + Amortizações do exercício $\pm$ variação de Provisões do exercício

¹⁷ Também conhecido como overdraft, é uma operação de crédito através da qual os bancos permitem que o cliente apresente, durante um certo período de tempo, geralmente curto, um saldo devedor na sua conta de depósitos à ordem.

¹⁸ Crédito destinado a apoiar necessidades pontuais de tesouraria, por prazos muito curtos (até 1 mês) e de montantes geralmente elevados.

1.7.1.2.2. De médio prazo

1.7.1.2.2.1. Através de aumentos de Capital Próprio

- Aumentos de Capital Social
 - o Entradas em dinheiro ou em espécie (*apport*)
 - o Incorporação de reservas
 - o Transformação de dívida em capital
 - o Actualização de valores do activo (Reservas de revalorização)
- Prestações suplementares de capital
- Reavaliação de imobilizado (Reservas de reavaliação)
- Reforço da política de autofinanciamento (diminuição da distribuição de resultados ou decréscimo do *Payout*)
- Emissão de títulos de participação
- Reservas especiais (subsídios a fundo perdido)

1.7.1.2.2.2. Através de Capital de Risco

1.7.1.2.2.3. Através de Business Angels

1.7.1.2.2.4. Através de Management Buy Out (MBO) e Management Buy In (MBI)

1.7.1.2.2.5. Através de Project Finance

1.7.1.2.2.6. Através de Garantia Mútua

1.7.1.2.2.7. Através de Capitais Alheios estáveis internos

- Suprimentos
- Empréstimos não sindicados
- Empréstimos bancários de médio prazo
- Empréstimos obrigacionistas
- Empréstimos sindicados¹⁹
 - o Empréstimos Cristal
- Leasing
- *Franchising*

1.7.1.2.2.8. Através de Capitais Alheios estáveis externos

- Euromercado
- Operações *Junk-bonds*²⁰

1.7.2. Algumas explicitações

1.7.2.1. Capital de Risco

Trata-se de um instrumento financeiro surgido, em Portugal, em 1986, que consiste fundamentalmente na participação temporária e minoritária, de uma Sociedade de Capital de Risco (SCR), no capital social de empresas de elevado potencial de desenvolvimento, disponibilizando fundos, tornando-se sócia/accionista destas e assumindo, portanto, de modo directo, os riscos do negócio da empresa financiada.

¹⁹ O empréstimo é tomado em leilão sucessiva e preferencialmente, pelo banco que – no conjunto do sindicato bancário – oferecer melhores condições.

²⁰ Respeitam a obrigações de alto risco mas de elevada rentabilidade/remuneração. Normalmente não contêm cláusulas de salvaguarda dos interesses dos obrigacionistas em caso de incumprimento do pagamento de juros ou amortizações de capital.

Do ponto de vista estritamente financeiro, as SCR funcionam como fonte de reforço dos capitais próprios mas, para além disso, não liderando o negócio, actuam como conselheiros da gestão da empresa em que passaram a participar, potenciando as capacidades existentes com contributos tais como:

- planeamento financeiro e optimização da natureza e custo das fontes de financiamento
- preparação para acesso ao mercado de capitais
- estratégia empresarial
- desenvolvimento de contactos comerciais, transferências de tecnologias, criação de *joint-ventures*, etc
- informações sobre o mercado e indicações sobre o desenvolvimento do negócio
- estratégias de marketing
- implementação de sistemas de informação

Nestes tipo de financiamento, podem encontrar-se quatro momentos distintos que implicarão os seguintes tipos de capital de risco:

- a) Early Stage Financing (Venture Capital) que inclui o *seed capital*²¹ (capital semente) e as *start ups*²²
- b) Capital de Recuperação (*turnarounds*) - investimentos em empresas em situação difícil visando a sua recuperação.
- c) Capital de Desenvolvimento (*mezzanine financing*) – investimento em empresas lucrativas ou rentabilidade potencial, tendo em vista a sua expansão.
- d) Bridge Financing – investimento em empresas que têm perspectivas de dispersão do capital a menos de um ano de vista.

1.7.2.2. Business Angels

Embora existam SCR especializadas no financiamento de investimentos menos significativos (geralmente abaixo de 250.000 euros) ou de *start up*, a verdade é que elas, nesse tipo de financiamentos, constituem uma excepção.

Perante este condicionalismo surgiram os *Business Angels* (BA) ou “investidores de capital de risco informais” com um papel fundamental na elevação dos capitais próprios das PME em geral e das empresas tecnológicas em particular. Tais investidores são, normalmente, antigos gestores, directores de empresas ou empresários de sucesso com larga experiência profissional, que investem largas somas na fase inicial de desenvolvimento dos negócios, facultando aos empreendedores, além do capital-dinheiro, também capital-conhecimento (incluindo *benchmarking*) e aconselhamento de grande valor acrescentado numa fase em que dificilmente as SCR quererão participar.

²¹ Respeita a investimentos de montantes geralmente pequenos para desenvolver uma ideia ou um produto.

²² Trata-se da criação de empresas ou da realização de investimentos em empresas com menos de 1 ano de actividade.

O apoio bancário nestes casos pode não revestir a forma de financiamento e limitar-se, exclusivamente, a prestações de serviços em termos de consultoria.

A grande diferença face a outro tipo de financiamento bancário está no facto do risco que se tem em conta ser o do projecto e não o da entidade mutuária (enquanto que num crédito à habitação se avalia a capacidade do devedor, neste tipo de financiamento o banco avalia a forma como o cash-flow gerado permite pagar a dívida).

Possui, relativamente ao financiamento bancário tradicional, algumas facilidades como sejam, para além do projecto se autofinanciar:

- um menor comprometimento dos recursos próprios dos accionistas;
- a inexistência de prestação de garantias reais e/ou pessoais;
- transparência sobre os resultados do projecto;
- liquidez das garantias prestadas aos credores.

Para que determinado projecto possa ser financiado através de PF, deverá preencher, cumulativamente, os seguintes requisitos:

- a) possibilidade de isolar o projecto dos seus promotores, como entidade independente, e ter uma natureza tal que a sua conclusão esteja claramente definida (a entidade jurídica montada para empreender o projecto tem de ter um vida limitada e pré-definida);
- b) capacidade para oferecer activos tangíveis que possam funcionar como garantias;
- c) possuir uma dimensão mínima dados os custos de montagem que incluem os legais e de estudo da operação.

Como principais vantagens relativamente às tradicionais formas de financiamento teremos:

- adequação exacta de serviço da dívida aos fluxos de caixa do projecto;
- política de dividendos consagrada contratualmente;
- transferência de risco específico para os financiadores;
- redução de custos de informação;
- melhoria de incentivos para os quadros chave, permitindo a atribuição de participações accionistas relativamente aos projectos sob a sua responsabilidade directa.

Apesar do PF não constituir ainda um mercado maduro em Portugal, trata-se de um sector em que a banca está bastante envolvida, merecendo destaque o Banco Finantia como assessor financeiro da RAVE (Linha ferroviária de alta velocidade), bem como a assistência prestada ao IEP (Instituto de Estradas de Portugal) na análise de propostas referentes à concessão de estradas em regime de SCUT.

1.7.2.5. Crédito documentário

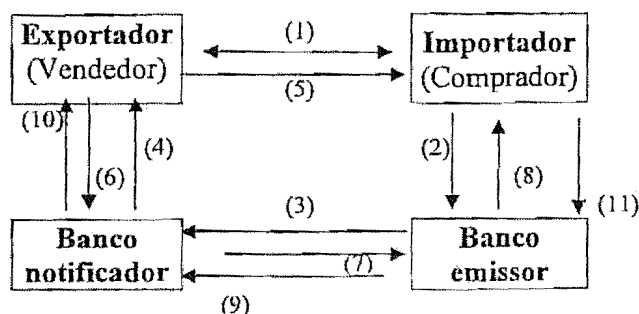
O crédito documentário é a promessa feita por um Banco, em seguimento a um pedido feito por um seu cliente importador, de pagar uma certa quantia a um exportador, contra entrega, até uma data convencionada, de certos documentos necessários à movimentação e levantamento das mercadorias.

Estes documentos permitem garantir ao exportador que a encomenda que lhe foi colocada será paga, na sequência da exigência de uma abertura de um crédito documentário a seu favor.

Num crédito documentário estão envolvidas as seguintes partes:

- o importador
- o Banco do importador, designado por banco emitente ou emissor
- o exportador
- o Banco do exportador, designado por banco notificador ou correspondente

Esquemáticamente, teremos a seguinte tramitação num processo de crédito documentário²³:



- (1) Negociações bilaterais
- (2) Proposta de abertura de crédito
- (3) Envio de carta de crédito ao Banco notificador ou correspondente
- (4) Envio de carta de crédito ao vendedor
- (5) Envio de mercadorias ao comprador
- (6), (7) e (8) Envio de documentos
- (9) e (10) Envio de meios de pagamento
- (11) Amortização da dívida para com o Banco emissor

Quando, no âmbito das formas de liquidação em comércio internacional, o objectivo primordial é obter segurança, então o crédito documentário é a melhor solução. A sua denominação original assenta no termo Carta de Crédito (Letter of Credit – L/C), definindo a forma inicial de troca de mensagens entre as instituições financeiras por via de uma carta onde constavam todos os termos inerentes a um crédito documentário.

Hoje, com o evoluir das tecnologias, a troca de documentos deste tipo entre instituições financeiras faz-se de modo generalizado através do SWIFT, tendo a designação Carta de Crédito caído em desuso.

Ao contrário do que acontece na Remessa documentária, no caso de uma operação liquidada por intermédio de um crédito documentário o próprio banco co-responsabiliza-se pelo pagamento da exportação, substituindo-se numa 1ª fase ao próprio importador na responsabilidade de pagamento, desde que considere que toda a documentação está em conformidade.

O crédito documentário compreende todo o acordo pelo qual um banco (o banco emitente), agindo a pedido e por instruções de um cliente (ordenador do crédito) é incumbido de efectuar um pagamento a um terceiro (beneficiário do crédito) ou à sua ordem, ou a pagar ou a aceitar

²³ O processo descrito corresponde à exportação de mercadorias mas o crédito documentário também pode ser analogamente para serviços prestados.

letras sacadas pelo beneficiário, contra a apresentação dos documentos exigidos, desde que as condições do crédito sejam respeitadas.

Daqui se depreende que uma operação de crédito documentário:

- Entra no circuito bancário pela via do importador e constitui uma garantia de pagamento a favor do exportador;
- Constitui para o banco emitente um compromisso de pagamento e, como tal, tem de ser preparada e estudada como uma operação de concessão de crédito;
- É emitida de harmonia com as instruções do Ordenador, as quais devem ser claras, completas, precisas e concisas.

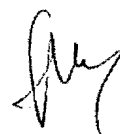
Como intervenientes numa operação de crédito documentário temos:

- Ordenador, comprador ou importador: incumbem um banco de proceder à abertura de crédito.
- Banco emitente: é o banco do ordenador e, por isso, o encarregado, por este, da abertura de crédito.
- Banco intermediário: é um banco domiciliado no país ou na localidade do beneficiário; o seu grau de responsabilidade depende da natureza da sua intervenção; pode assumir uma das seguintes funções:
 - o Banco notificador (limita-se a transmitir ao beneficiário os termos e condições do crédito documentário, sem qualquer compromisso ou responsabilidade da sua parte, apenas garantindo a sua proveniência e autenticidade);
 - o Negociador (embora transmitindo ao beneficiário os termos e condições do crédito documentário, sem qualquer compromisso ou responsabilidade da sua parte – tal como na simples notificação – aceita o pedido do banco emitente para negociar os documentos, quando os mesmos lhe forem apresentados pelo beneficiário, rigorosamente em ordem).
 - o Confirmador (confirma o crédito documentário ao beneficiário, assumindo ele próprio responsabilidade idêntica à do banco emitente).
- Beneficiário, vendedor ou exportador: é o destinatário da operação, aquele a favor do qual o crédito é emitido.

Nota: havendo confirmação de um compromisso firme e autónomo do banco confirmador, a favor do beneficiário, idêntico ao do banco emitente, só devem ser confirmados os créditos irrevogáveis (são aqueles créditos cujas cláusulas só podem ser alteradas se houver acordo prévio do banco emitente, do beneficiário e, se for caso disso, do banco confirmador).

Quanto à classificação dos créditos documentários teremos:

- Revogáveis: podem ser alterados ou cancelados pelo emitente, em qualquer momento, sem aviso prévio ao beneficiário; só serão revogáveis aqueles que explicitamente o referirem; oferecem garantia muito precária e, por isso, são raramente utilizados.
- Irrevogáveis: alguma das cláusulas só pode ser alterada se tiver o acordo prévio do banco emitente, do beneficiário e, se for caso disso, do banco confirmador; constituem para o banco emitente um compromisso firme; na ausência de indicação acerca da sua revogabilidade, os créditos documentários são considerados irrevogáveis.



- Confirmados: o banco confirmador substitui-se, numa primeira fase, ao próprio banco emissor; a confirmação de um crédito documentário tem a faculdade de originar a transmissão do risco-país do banco emissor para o risco-país do banco confirmador.
- Não confirmados.
- Transferíveis: quando o beneficiário tem o direito de exigir ao emissor que o torne utilizável, no todo ou em parte, por um ou mais beneficiários por si designados (isto acontece geralmente quando o beneficiário não é o produtor), o crédito só pode ser transferível se for expressamente designado pelo banco emissor.
- Não transferíveis: quando o banco emissor não autoriza a transferibilidade do crédito estamos perante créditos subsidiários.
- À vista: pagável a pronto, ou seja, no momento de apresentação da documentação por parte do beneficiário.
- Por aceite: consubstancia uma operação de pagamento a prazo embora titulado por uma ou mais letras de câmbio sacadas sobre o banco emissor.
- Por negociação: há um compromisso firme por parte do banco emissor de pagar, sem direito de recurso, aos sacadores e/ou portadores de boa-fé qualquer título sacado pelo beneficiário do crédito. Entende-se por negociação de crédito documentário a operação que consiste na análise dos documentos recebidos face aos termos do crédito e no respectivo pagamento das importâncias devidas tituladas por esses documentos.
- A prazo: o pagamento é feito numa data posterior à da apresentação dos documentos, embora não exista nenhuma titulação.
- Créditos renováveis (*revolving credit*)
- Créditos não renováveis

Crédito renovável (*revolving credit*) é um crédito que autoriza utilizações múltiplas, renovando-se automaticamente, até uma determinada validade e dentro das condições estabelecidas.

Seria o caso de uma transacção comercial de USD 60.000 relativamente à qual a IMPORTADORA, SA pretende a abertura de um crédito documentário nas seguintes condições: Montante: USD 20.000 renovável automaticamente por igual montante, sempre que utilizado contra a apresentação de documentos, devidamente em ordem, relativos aos embarques abaixo indicados.

Embarques:

- 1º. – Mercadoria X no valor de USD 20.000, até ao fim do 1º mês após abertura de crédito.
- 2º. – Mercadoria X no valor de USD 20.000, entre o 1º e o 2º meses e após abertura de crédito.
- 3º. – Mercadoria X no valor de USD 20.000, entre o 2º e o 3º meses após abertura de crédito.

Validade para apresentação dos documentos: 3 dias após cada embarque

Validade do crédito: 3 meses

“O facto de um crédito não ser transferível não afecta o direito do beneficiário ceder o seu direito sobre qualquer importância que obteve ou poderá vir a obter ao abrigo do crédito, de acordo com as disposições legais aplicáveis...” (artigo 49º das Regras e Usos Uniformes – RUU).



Esta é a situação que se passa no caso dos denominados "*back to back credit*". Desde que o crédito original seja irrevogável e não transferível, a partir deste (que se denominará *backing*) pode vir a ser emitido crédito *back to back* sempre que o primeiro beneficiário do crédito assim solicite ao banco notificador ou confirmador do crédito *backing*.

O *back to back credit* surge quando o beneficiário adquire a mercadoria a exportar a um terceiro e solicita ao seu banco a abertura de um crédito subsidiário (*back to back credit*) a favor do vendedor subordinado às condições do crédito principal.

Enquanto a transferência decorre sob responsabilidade do banco emitente o *back to back* é da exclusiva responsabilidade do banco intermediário.

Cláusulas excepcionais em crédito documentário

Existem a *Red clause* e a *Green clause*:

- *Red clause*: consiste numa autorização para pagar ao beneficiário uma parte ou o valor total de um crédito, antes do embarque das mercadorias, nas condições estabelecidas na carta de crédito. O adiantamento é feito sob inteira responsabilidade do ordenador e contra a apresentação de um recibo e compromisso do beneficiário de entrega de documentos dentro da validade.

Tem por finalidade proporcionar fundos ao exportador para que ele possa preparar ou produzir as mercadorias a exportar, sendo o adiantamento efectuado no âmbito da confiança.

- *Green clause*: permite conceder ao beneficiário um adiantamento por conta do crédito documentário aberto, nas condições aí indicadas, depois de a mercadoria se achar pronta para embarque e depositada à ordem do banco, num armazém de confiança deste.

Tem por finalidade proporcionar fundos ao exportador quando existam dificuldades na obtenção de transporte para as mercadorias. É pouco utilizado.

1.7.2.6. Papel Comercial

Este produto financeiro é originário dos EUA, começando a ser utilizado nos mercados domésticos europeus apenas da década de oitenta. É emitido por prazos e montantes definidos em função das necessidades de fundos do emitente e das oportunidades de mercado. Geralmente aquele prazo é inferior a um ano, podendo revestir a forma de prazo *standard* (sete dias, um mês, seis meses,...) ou ser estipulado de acordo com as necessidades específicas do emitente (v.g. 43 dias).

Como finalidades da emissão de papel comercial teremos, nomeadamente:

- cobertura das necessidades de tesouraria de curta duração e sazonais
- financiamento intercalar de grandes projectos com dívidas de curto prazo até emissão de adequada dívida de longo prazo
- oportunidade de beneficiar de taxas de juro de curto prazo geralmente inferiores às de longo prazo
- diversificação das fontes de financiamento de curto prazo aumentando, assim, a independência do crédito bancário

Os destinatários deste produto financeiro são geralmente empresas e investidores institucionais como seguradoras, fundos de pensões, fundos de investimento, etc.

1.7.2.7. Empréstimos obrigacionistas

Consistem na obtenção de fundos directamente junto de quem está disposto a investir – agentes excedentários – eliminando assim a intermediação financeira. Têm como suporte títulos de crédito representativos de fracções deles próprios e denominados obrigações.

Para a entidade emitente do empréstimo obrigacionista a emissão de obrigações apresenta como vantagens o facto de permitir uma diversificação de credores e, por via disso, uma maior autonomia face ao crédito bancário. Por outro lado, sendo as obrigações um produto cujas garantias se resumem à credibilidade do emitente (estamos a exceptuar casos específicos em que podem haver garantias suplementares), o recurso a este tipo de financiamento constitui uma operação de prestígio para aquela ao pressupor a sua solidez económico-financeira.

1.7.2.8. Franchising

Colaboração entre duas empresas distintas mas ligadas por contrato segundo o qual uma (a franchisante, franchisadora ou “empresa-mãe”) concede à outra (a franchisada), mediante pagamento duma certa quantia, o direito de explorar, em determinadas condições, certos bens, uma marca ou uma fórmula comercial, assegurando-lhe, em tudo, cooperação e serviços regulares destinados a facilitar a exploração do negócio.

A vantagem desta forma de negócio em parceria reside na possibilidade de associar a experiência de uma empresa instalada e de sucesso no mercado com a motivação e o capital de pessoas interessadas em ter o seu próprio negócio.

1.7.2.9. Euromercados

São mercados de títulos em moeda estrangeira que funcionam fora do país de emissão dessa moeda e independentemente do controlo das autoridades monetárias desse país.

1.7.2.10. Garantia mútua

Trata-se de um sistema privado, de cariz mutualista, de apoio às pequenas, médias e micro empresas que se traduz, fundamentalmente, na prestação de garantias financeiras para facilitar a obtenção de crédito em condições de preço e prazo adequados aos seus investimentos e ciclos de actividade. Para além disso, propõem-se prestar um serviço integral que inclui o estudo das necessidades financeiras das empresas, informação sobre alternativas de financiamento e apoio na sua obtenção.



A principal finalidade das sociedades de garantia mútua (SGM²⁴) é permitir que a dimensão das empresas possa ser menos relevante como factor a ponderar na obtenção de crédito assim como contribuir para que as PME possam ultrapassar mais facilmente constrangimentos que lhes estão associados, designadamente os relacionados com:

- elevado risco financeiro (do qual geralmente resulta uma redução do volume de crédito a conceder, bem como um aumento de spread);
- aumento do risco económico (as dificuldades financeiras obrigam frequentemente a empresa a adquirir bens ou consumíveis a preços superiores aos de mercado ou a alimentar situações de improdutividade devidas à não realização de investimentos necessários);
- problemas de gestão comercial e estratégica (grande parte do tempo despendido junto da banca retira possibilidades de concentrar atenção e esforços nas áreas nucleares do negócio);
- escassez de meios financeiros para entradas como dinheiro fresco (como património pessoal para garantia junto das instituições financeiras não abunda, os pequenos empresários têm grande dificuldade em obter financiamentos, designadamente para realizar investimentos de expansão).

As SGM, intervindo nos financiamentos junto da banca, permitem, pois, a diminuição das garantias a prestar, a melhoria das condições de custo e prazo dos empréstimos e o aumento da capacidade de endividamento das empresas, tudo isto decorrendo da partilha de risco que existe entre elas e a banca.

O capital social das SGM é detido por empresas, associações empresariais, instituições de crédito, IAPMEI, IFT e SPGM, sendo certo que para que uma empresa beneficie da garantia mútua terá, necessariamente, de, pela via mutualista, se tornar accionista daquelas.

²⁴ Actualmente existem 3 SGM: NORGARANE (Porto), LISGARANTE (Lisboa) e GARVAL (Santarém).



2. EQUILÍBRIO FINANCEIRO

2.1. De curto prazo

2.1.1. Regra do equilíbrio financeiro mínimo

“Os capitais utilizados por uma empresa financeira numa imobilização, um stock ou noutro elemento do seu activo, devem poder ficar à sua disposição durante um período que corresponda, pelo menos, ao da duração da imobilização, do stock ou outro elemento adquirido com esses mesmos capitais”.

Para que esta regra esteja assegurada é necessário que, no mínimo, o Fundo de Maneio²⁵ seja igual a zero, situação que, em termos gráficos, pode ser assim representada:

APLICAÇÕES	ORIGENS
Imobilizações Líquidas	Capitais Próprios + Passivo de Médio Prazo
Activo Circulante	Passivo Circulante

Mas será que a verificação da regra de equilíbrio financeiro mínimo garante uma estrutura adequada em termos de equilíbrio financeiro?

A resposta é negativa atendendo fundamentalmente às seguintes razões:

- 1º a liquidez dos activos circulantes é, em média, inferior à exigibilidade dos passivos circulantes (nos débitos avultam dívidas com duração geralmente bastante curta enquanto que nos activos circulantes há rubricas cujo prazo de transformação em disponibilidades é elevado, como é o caso das existências).
- 2º parte das necessidades de financiamento do ciclo de exploração não pode ser financiada por recursos originados no mesmo ciclo.
- 3º as empresas devem ter uma certa margem de segurança que permita enfrentar riscos de ruptura como sejam os relativos a inesperadas reduções de crédito concedido ou a aumentos de stocks.

Isto significa que, para ajuizar mais correctamente acerca da adequacidade do equilíbrio financeiro, designadamente de curto prazo, importa – para além do Fundo de Maneio – considerar as respectivas Necessidades de Fundo de Maneio.

2.1.2. Fundo de Maneio e *Overtrading*

Diz-se que uma empresa se encontra numa situação de *overtrading* quando, a partir de determinada altura, mantém e/ou incrementa um certo volume de negócios sem o suporte dos correspondentes recursos financeiros para lhes fazer face.

Podem apontar-se-lhes causas como:

- inflação (sobretudo quando seguida de quebra de procura)
- distribuição excessiva de lucros
- prejuízos significativos
- aumento brusco e substancial do volume de negócios

²⁵ Corresponde à diferença entre os Activos Circulantes e os Passivos Circulantes ou entre os Capitais Permanentes e as Imobilizações Totais Líquidas.

Entre os sintomas duma situação deste tipo é comum considerar-se como principal o aumento progressivo do rácio de rotação do Fundo de Maneio (RRFM) medida pela razão entre as Vendas e o Fundo de Maneio:

$$\text{RRFM} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Fundo de Maneio}}$$

e a que é costume associar, como outros indícios, os seguintes:

- diminuição das disponibilidades
- inflação do capital circulante
- aumento de dívidas a terceiros
- queda do rácio de liquidez geral (Capitais Circulantes/DATCP)

Importa, porém, ter presente que não deve, por regra, entender-se que todo e qualquer aumento daquele coeficiente constitui causa de *overtrading* pois pode acontecer que a empresa tenha vindo a usufruir, há algum tempo, de fundo de maneio excessivo para as suas necessidades pelo que uma aumento do volume de negócios – e consequentemente um incremento do RRFM – pode vir adaptar-se ao fundo de maneio existente e não revelando *overtrading*. É por isso que este sintoma-base (RRFM) deve sr sempre analisado em conjunto com os restantes acima referidos.

Note-se, finalmente, que uma situação de *overtrading* poder acarretar consequências como:

- geral exigibilidade de liquidez
- atritos com fornecedores, outros credores e empregados motivados por atrasos e/ou impossibilidade de pagamento
- dificuldades de negociação com terceiros
- dependência de fornecedores e crescente dificuldade de penetração no mercado
- diminuição do volume de vendas a médio prazo

2.1.3. Necessidades de Fundo de Maneio Totais (NFMT) ou Fundo de Maneio Necessário Total (FMNT)

São obtidas através da soma do Fundo de Maneio Necessário de Exploração (FMNE) com o Fundo de Maneio Necessário Extra-Exploração (FMNEE) cujas formas de apuramento abaixo indicamos.

2.1.3.1. Fundo de Maneio Necessário de Exploração

Corresponde à diferença entre as Necessidades Financeiras de Exploração²⁶ ou Necessidades Cíclicas (v.g. Clientes, Existências, EOEP) e os Recursos Financeiros de Exploração²⁷ ou Recursos Cíclicos (v.g. Fornecedores, EOEP).

2.1.3.2. Fundo de Maneio Necessário Extra-Exploração

Neste caso, o seu valor decorre da diferença entre as Necessidades Financeiras Extra-Exploração e os Recursos Financeiros Extra-Exploração.

²⁶ Englobam rubricas resultantes das decisões tomadas ao nível do ciclo de exploração que implicam necessidades de financiamento.

²⁷ Englobam rubricas resultantes das decisões tomadas ao nível do ciclo de exploração que geram automaticamente recursos financeiros.

2.1.3.3. Tesouraria Líquida (TL)

Após apuramento do Fundo Maneio e do Fundo de Maneio Necessário Total é possível apurar a Tesouraria Líquida deduzindo a seguinte equação fundamental da Tesouraria:

$$TL = FM - FMNT$$

a qual permite analisar, de forma mais rigorosa e dinâmica, o equilíbrio financeiro de curto prazo nas empresas.

Numa primeira apreciação, o equilíbrio financeiro de curto prazo existe quando TL é positiva ou nula, o que implica igualdade entre FM e FMNT.

2.1.4. Balanço Funcional e Tesouraria Líquida

Ao calcular o Fundo de Maneio pela diferença entre Activo Circulante (AC) e Passivo Circulante (PC) ou entre Capitais Permanentes (CP) e Activo Fixo Líquido (AFL), consideramos nos CP apenas os Capitais Próprios e as Dívidas a Terceiros de Médio Prazo (DATMP), não estão representadas as necessidades de financiamento do ciclo de exploração e o Fundo de Maneio assim calculado não corresponde à “fracção de capital necessário ao financiamento do ciclo de exploração”, porque as rubricas que servem de base a esse cálculo incluem valores ligados a decisões relacionadas com o ciclo de operações de exploração e com o ciclo de operações de financiamento.

Importa, por isso, criar uma metodologia que considere o equilíbrio financeiro em interligação com as decisões inerentes aos ciclos de exploração, investimento e financiamento.

Surge assim a necessidade de conhecer o Fundo de Maneio funcional, o que é passível de determinação através da elaboração do correspondente Balanço funcional, seguidamente apresentado, e que nos permite concluir, nomeadamente, que a Tesouraria Líquida é explicável através da diferença entre os montantes de Disponibilidades e de Financiamentos bancários de curto prazo.



Exemplificação prática:

De acordo com os Balanços e Demonstrações de Resultados da Entidade Promotora, em anexo, foi possível elaborar o seguinte Balanço Funcional (valores em 10³ euros).

Rubricas	X	X+1
1. Imobilizado Bruto + DDTMP	12.432	12.980
2. Activo de Exploração (NC)	2.557	4.769
Existências	121	1.537
Clientes	2.436	3.232
3. Passivo de Exploração (RC)	1.816	1.119
Fornecedores	410	894
EOEP	1.406	225
4. NFME (2-3)	741	3.650
5. NFMEE	505	1.363
Créditos diversos	542	1.363
Débitos diversos	37	-
6. NFMT (4+5)	1.246	5.003
7. Capitais Próprios	5.367	5.475
Capital	5.000	5.000
RT	(1.289)	367
RL	1.656	108
8. Fundos Próprios	6.554	7.910
Capitais Próprios	5.367	5.475
Amortizações Acumuladas	1.187	2.435
Prov. Depreciação Existências	-	-
Prov. Cobranças Duvidosas	-	-
9. DATMP	16.911	12.769
10. Capitais Permanentes (8+9)	23.465	20.679
11. Capitais Investidos (1+6)	13.678	17.983
12. Fundo de Maneio (10-1)	11.033	7.699
13. Tesouraria (12-6)	9.787	2.696
14. Verificação	9.787 - 0	2.696 - 0
Tesouraria = Disponib. – Dívidas Inst. Crédito curto prazo	=	=
	9.787	2.696

2.2. De médio/longo prazo (EFMP)

2.2.1. Solvabilidade e EFMP

A empresa tem EFMP quando tiver SOLVABILIDADE, ou seja, quando tiver capacidade para solver os seus compromissos financeiros a médio prazo e estiverem adequadamente cobertos por capitais próprios os riscos inerentes à sua actividade (note-se que se se tratar da capacidade para, no curto prazo, solver compromissos estamos perante LIQUIDEZ e numa perspectiva de equilíbrio financeiro de curto prazo).

2.2.2. Indícios de desequilíbrio financeiro a MLP

- Fundo de Maneio fundamentalmente assente em Capitais Alheios
- Diminuição progressiva dos Capitais Próprios designadamente à custa de resultados negativos
- Diminuição progressiva do Fundo de Maneio não compensada por passivo de curto prazo com características de permanência
- Aumento progressivo das Necessidades de Fundo de Maneio pela actuação de um ou mais dos seus factores condicionantes

2.2.3. Insolvabilidade, falência técnica e medidas de recuperação financeira

- Não existe solvabilidade se a empresa deixar de ter liquidez e possuir uma estrutura financeira que não lhe permite recuperá-la (estariam neste caso confirmados alguns ou mesmo todos os indícios atrás apontados).
- Agravamento desta situação pode conduzir a declaração de situação de falência jurídica (tramitação legal) na sequência do reconhecimento de que está tecnicamente falida: 2/3 do Capital Social já absorvidos por prejuízos ou capitais próprios negativos
- Havendo colaboração dos credores (horizonte temporal) e adopção de adequadas estratégias de gestão é possível inverter a situação de desequilíbrio estrutural (médio prazo) mediante:
 - o consolidação de passivos
 - o conversão de bens não essenciais em disponibilidades (desinvestimentos que não afectem o *core business* da empresa)
 - o protelamento de pagamentos a credores criteriosamente escolhidos e após adequadas negociações
 - o estabelecimento de parcerias com fornecedores (vantagens recíprocas designadamente no que respeita à gestão de stocks)
 - o recebimentos forçados
 - o negociação de financiamento de médio prazo em condições favoráveis de utilização, de reembolso, de carência, de *spreads*, etc
 - o melhoria das condições de organização e gestão
 - o reconversão e/ou saneamento financeiro global
 - o abertura a sociedades de capital de risco
 - o candidatura a incentivos fiscais, financeiros ou outros no âmbito de projectos de investimento, nomeadamente de modernização

Refira-se finalmente que, para que estas medidas, isolada ou conjuntamente, sejam possíveis e tenham êxito é condição necessária e mínima que a empresa tenha viabilidade económica assegurada.



2.3. Tesouraria e estruturas de financiamento

2.3.1. Elementos determinantes das estruturas de financiamento

A) Activos Fixos e OVI

B) Capitais Permanentes (CP)

C) Necessidades cíclicas (NC)

C1) Activos cíclicos de exploração (ACE)

- Clientes

- EOEP (saldos devedores recorrentes)

- Adiantamentos a fornecedores (saldos devedores recorrentes)

- Existências

- Reserva de segurança de tesouraria (RST)²⁸

C2) Outros activos cíclicos²⁹ – OAC (v.g. Empréstimos regulares a associadas)

D) Recursos cíclicos (RC)

D1) Passivos cíclicos de exploração (PCE)

- Fornecedores

- EOEP

- Adiantamentos de clientes (saldos credores recorrentes)

D2) Outros passivos cíclicos³⁰ – OPC (v.g. Empréstimos bancários sucessiva e tacitamente renováveis)

E) Necessidades acíclicas - NAc (Elementos activos de tesouraria – EAT)

- Restantes aplicações de curto prazo sem carácter de estabilidade e com repercussões directas na tesouraria (v.g. Disponibilidades, Depósitos bancários, Empréstimos concedidos, Sócios e associadas, Outros devedores)

F) Recursos acíclicos – Rac (Elementos passivos de tesouraria – EPT)

- Restantes origens de curto prazo sem carácter de estabilidade e com repercussões directas na tesouraria (v.g. Empréstimos obtidos, Sócios e associados, Outros credores, Impostos sobre lucros, Provisão para riscos e encargos)

Graficamente teremos:

AF/OVI	Zona Permanente	CP
ACE		PCE
OAC	Zona Cíclica	OPC
NAC (EAT)		RAC (EPT)

²⁸ Quando o seu cálculo e manutenção resultarem de políticas específicas fundamentadas e invariavelmente adoptadas pelos gestores (representa geralmente uma determinada percentagem do volume de negócios).

²⁹ Geralmente extra-exploração mas ciclicamente renovados no âmbito das aplicações de curto prazo.

³⁰ Geralmente extra-exploração mas ciclicamente renovados no âmbito das operações de financiamento.

Sabendo que:

$$FM = (ACE + OAC + NAC) - (PCE + OPC + RAC)$$

$$= (ACE - PCE) + (OAC - OPC) + (NAC - RAC)$$

e como:

$$(ACE - PCE) = FMNE, \quad (OAC - OPC) = FMNEE \quad e \quad (NAC - RAC) = EAT - EPT = TL$$

então:

$$FM = FMNE + FMNEE + TL$$

mas como:

$$FMNE + FMNEE = FMN$$

teremos:

$$FM = FMN + TL \Rightarrow TL = FM - FMN$$

Daqui se depreende que as melhorias de Tesouraria resultam, por um lado, de aumentos de capitais permanentes e reduções de activos fixos e, por outro, de reduções das necessidades cíclicas e de aumento dos recursos cíclicos.

2.3.2. Representações gráficas e sua interpretação

ZONA A ($FM > 0$ e $NFM > 0$, com $FM > NFM$)

NAc 10	RAc 6	T 4	RC 13	T 4	CP 19
T	RC	NC 20	CP 19	NFM 7	
NC 20	FM			AF/OVI 8	
AF/OVI 8	CP 19	AF/OVI 8			

$$FM > 0 \Rightarrow 19 - 8 = 11; \quad NFM > 0 \Rightarrow 20 - 13 = 7; \quad T > 0 \Rightarrow 10 - 6 = 4 \text{ ou } 11 - 7 = 4$$

Caso as NFM se encontrem no seu nível normal esta estrutura, igualmente frequente, pode ser considerada como de sólido equilíbrio financeiro que será tanto maior quanto maior for a margem de segurança medida em termos de FM, mas cuja maximização não favorece os aspectos de rendibilidade.

ZONA B ($FM > 0$ e $NFM > 0$; com $FM < NFM$)

NAc 10	Rac 14		T 4		
NC 20	T	NC 20	RC 9	NFM 11	T 4
	RC 9				CP 15
AF/OVI 8	FM CP 15	AF/OVI 8	CP 15	AF/OVI 8	

$$FM > 0 \Rightarrow 15 - 8 = 7; NFM > 0 \Rightarrow 20 - 9 = 11; T < 0 \Rightarrow 10 - 4 = -4 \text{ ou } 7 - 11 = -4$$

Trata-se de uma estrutura que aparece com muita frequência, sobretudo nas empresas de capital intensivo. Como as NFM são superiores ao FM, a T é negativa. A empresa está assim a financiar parte das necessidades cíclicas, com carácter permanente, através de débitos a curto prazo cuja não renovação provocará perturbações graves em termos financeiros.

Se as NFM se encontram só temporariamente elevadas, a situação não pode ser considerada grave. Mas encontrando-se estas no seu nível normal já a empresa está em situação delicada com a liquidez deteriorada devido a um FM insuficiente.

ZONA C ($FM < 0$ e $NFM > 0$)

NAc 10	Rac 17		T 7		
NC 20	T	NC 20	RC 17	NFM 3	T 7
	RC 17			AF/OVI 8	
AF/OVI 8	FM CP 4	AF/OVI 8	CP 4		CP 4

$$FM < 0 \Rightarrow 4 - 8 = -4; NFM > 0 \Rightarrow 20 - 17 = 3; T < 0 \Rightarrow 10 - 17 = -7 \text{ ou } -4 - 3 = -7$$

A empresa que se encontra nesta situação está seriamente ameaçada pois apresentando um risco de falência elevado, caso não lhe sejam renovados continuamente os débitos de curto prazo que utiliza no financiamento de aplicações permanentes.

A sobrevivência de uma empresa nestas condições depende, na maioria dos casos, de apoio estatal, seja facultando o acesso privilegiado ao sistema bancário para renovação de débitos a curto prazo, seja mesmo apoiando operações de consolidação e reescalonamento do passivo (por exemplo, conversão de débitos a curto prazo em passivo a longo prazo, integração no capital de parte das dívidas, etc)

FM < 0 indicia falta estrutural de capitais estáveis

ZONA D ($FM < 0$ e $NFM < 0$; com $FM < NFM$)

NAc 10	Rac 11		T 1	
NC 20	T	NC 20	RC 21	AF/OVI 8
AF/OVI 8	RC 21	AF/OVI 8	CP 6	CP 6

$$FM < 0 \Rightarrow 6 - 8 = -2 ; NFM < 0 \Rightarrow 20 - 21 = -1 ; T < 0 \Rightarrow -2 - (-1) = -1 \text{ ou } 10 - 11 = -1$$

ZONA E ($FM < 0$ e $NFM < 0$, com $FM > NFM$)

NAc 10	RAc 5	T 5		T 5	
T	RC 29	NC 20	RC 29	AF/OVI 8	NFM 9
NC 20	FM	AF/OVI 8	CP 4	CP 4	

$$FM < 0 \Rightarrow 4 - 8 = -4 ; NFM < 0 \Rightarrow 20 - 29 = -9 ; T > 0 \Rightarrow 10 - 5 = 5 \text{ ou } -4 - (-9) = 5$$

É pouco frequente, mas reveste-se de grande interesse.

Empresas com estrutura deste tipo surgem por vezes no sector da distribuição de mercadorias, com vendas a pronto e compras a prazo (supermercados).

É, no entanto, uma estrutura vulnerável, sobretudo em conjunturas recessivas quando as vendas baixam. A empresa não detém, nestas circunstâncias, uma margem de segurança que lhe permita enfrentar uma súbita redução na rotação de stocks.

Para ciclos de exploração curtos pode propiciar uma situação de *overtrading* (excessivo nível de actividade face à capacidade financeira da empresa).

ZONA F (FM > 0 e NFM < 0)

Nac 10	Rac 1
T	RC 22
NC 20	
AF/OVI 8	FM CP 15

T 9	RC 22
NC 20	
AF/OVI 8	CP 15

T 9	NFM 2
AF/OVI 8	CP - 15

FM > 0 $\Rightarrow$ 15 - 8 = 7 ; NFM < 0 $\Rightarrow$ 20 - 22 = -2 ; T > 0 $\Rightarrow$ 7 - (-2) = 9 ou 10 - 1 = 9



2.4. Reestruturação financeira

➤ **Estrutura financeira desequilibrada**

A distribuição de origens e aplicações de fundos não permite que, em cada momento, existam os meios financeiros internos suficientes (liquidez imediata) para pagar as dívidas que sucessivamente se vão vencendo.

⇒ Reestruturação Financeira ($T < 0$)

☒ Desequilíbrio pontual de Tesouraria

(ocasional correlação desfavorável entre FM e NFM com risco financeiro despiciendo)

⇒ Obtenção de meios financeiros

- Suprimentos
- Antecipação de recebimentos (junto de clientes criteriosamente escolhidos e após adequadas negociações)
- Diferimento de pagamentos (junto de fornecedores criteriosamente escolhidos e após adequadas negociações)
- Empréstimos bancários curto prazo
- Empréstimos de apoio à tesouraria (descoberto bancário, *hot money*)
- Desconto comercial (letras e livranças)
- Desinvestimentos em aplicações excedentárias

☒ Desequilíbrio estrutural de Tesouraria

(persistente correlação desfavorável entre FM e NFM)

⇒ Diagnóstico:

↳ Viabilidade económica:

⇒ Saneamento formal

- Novas condições de organização e gestão
- Melhoria da gestão dos activos e passivos circulantes
- Estabelecimento de parcerias com fornecedores (vantagens recíprocas, designadamente no que respeita à gestão de stocks)
- Renegociação de financiamentos em condições mais favoráveis de utilização, reembolso, carência, *spreads*
- Absorção de parte do capital por prejuízos (subdimensionamento)
- Actualização de valores do activo (reservas de revalorização)
- Reavaliação do imobilizado (reservas de reavaliação)

⇒ Saneamento financeiro

- Concordata³¹
- Acordo de credores³²
- Entradas de dinheiro fresco ou espécie (*apport*) por parte dos Sócios/Accionistas
- Transformação de dívidas em capital
- Empréstimos médio/longo prazo
- Outras entradas de fundos (subsídios a fundo perdido)
- Capital de risco (MBO³³/MBI³⁴...)
- Reforço dos níveis de autofinanciamento (decréscimos de *payout*)
- Emissões de obrigações ou de títulos de participação
- Recurso aos sistemas de garantia mútua (SGM³⁵)

✧ Não viabilidade económica:

- Extinção (processo de falência jurídica)
- Saneamento integral (alterações estatutárias, novos projectos, redimensionamento, alterações tecnológicas, novas condições de gestão, exploração, distribuição, etc)

³¹ Decisão judicial segundo a qual os credores perdem determinada percentagem dos seus créditos.

³² Os credores assumem-se como Sócios e gerem a empresa até serem reembolsados dos seus créditos, deixando-a depois.

³³ MBO (Management Buy Out) – operação que consiste na “venda do controlo” de uma empresa, sendo os compradores os próprios gestores dessa mesma empresa, à data daquela operação.

³⁴ MBI (Management Buy In) - operação que consiste na “venda do controlo” de uma empresa, sendo os compradores não os próprios gestores, à data daquela operação, mas sim elementos estranhos à empresa em causa.

³⁵ Em Portugal, a génese do SGM encontra-se no despacho normativo n.º 565/94, de 29 de Julho, que regulamenta o regime de apoio à dinamização do caucionamento mútuo, previsto no sistema de incentivos à engenharia financeira para apoio às empresas (SINFEPEDIP).

4. CASOS PRÁTICOS

CASO PRÁTICO 1 (CAP.4)

1. Baseando-nos no Balanço de 31/12/N de uma empresa, apurámos os seguintes indicadores:

Fundo de Maneio (u.m.)	- 8.224
Liquidez Geral (%)	39,33
Liquidez Reduzida (%)	20,42
Capitais Próprios/Capitais Permanentes (%)	100,0
Passivos Totais/Passivo Circulante (%)	100,0

2. Sabe-se ainda que:

- o Endividamento Total era de 13.555 u.m.
- os Capitais Permanentes, no final do ano N, ascendiam a -4.433 u.m.
- as Existências finais do ano N-1 eram de 1.661 u.m.
- as Compras do ano N atingiram 9.545 u.m.
- o prazo médio de permanência de stocks do sector é de 52 dias

3. Face ao que antecede, pretende-se que:

- A) Reconstitua, numa óptica financeira, o referido Balanço, com a possível desagregação de origens e aplicação de fundos de acordo com os graus de liquidez e exigibilidade.
- B) Analise a qualidade da gestão de stocks da empresa, no exercício, tendo em atenção o indicador sectorial apontado.

Caso Prático 2 (Cap.4)

1. A empresa SIGMA, SA, constituiu-se no final do ano N com um capital social de 10.000 u.m. integralmente realizado em numerário.

2. Para o ano N+1 (1º exercício económico) admite as seguintes previsões:

- a) rotação dos capitais circulantes

Hipótese A	2,5
Hipótese B	3,125
- b) Imobilizado ----- 50.000 u.m.
- c) Volume de Negócios ----- 100.000 u.m.
- d) RAJI ----- 20% do volume de negócios
- e) Exigível a curto prazo ----- 40% das origens de fundos
- f) ISR ----- Isenção
- g) Despesas financeiras ----- 20% s/ montante empréstimo M/P a contrair
- h) IVA ----- Regime de isenção

3. Admitindo que era o responsável financeiro da referida empresa, e tendo em atenção as estimativas apresentadas, pretende-se que:

- a) Elabore os respectivos Balanços na óptica financeira (origens/aplicações);
- b) Determine, para cada hipótese considerada, a composição dos capitais permanentes;
- c) Comente o grau de equilíbrio financeiro de curto prazo decorrente de cada hipótese;
- d) Aprecie as estruturas financeiras, exigências de NFM e grau de adaptação a mudanças, em relação às duas situações financeiras encontradas.



Caso Prático 3 (Cap.4)

1. Da empresa AGA, Lda. são conhecidos os seguintes elementos respeitantes a 2 exercícios económicos consecutivos:

a) Balanço (em u.m.)

Rubricas	31/12/X	31/12/X+1
ACTIVO		
Créditos médio prazo	1.700	1.400
Investimentos financeiros	3.820	3.300
Existências	1.600	2.400
Clientes c/ letras a receber	800	1.000
Clientes c/c	1.000	1.100
Disponibilidades	1.080	1.300
Total I	10.000	10.500
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO		
Capital	3.000	3.000
Resultados transitados	600	700
Resultados líquidos	200	300
Empréstimos bancários médio prazo	3.000	2.500
Empréstimos bancários curto prazo	500	500
Fornecedores c/ letras a pagar	500	700
Fornecedores c/c	1.000	1.300
Sócios*	800	1.000
Acréscimos e diferimentos	400	500
Total II	10.000	10.500

*os saldos respeitam exclusivamente a resultados atribuídos.

b) Saques descontados e não vencidos:

31/12/X 600 u.m.

31/12/X+1 315 u.m.

c) Compras, Vendas e CMVMC (em u.m.)

Anos	Vendas	Compras	CMVMC
X-1*	9.800	5.000	4.700
X	11.520	---	9.300
X+1	12.600	---	10.000

2. Face aos elementos disponíveis solicita-se que – recorrendo ao apuramento e interpretações dos correspondentes rácios – analise a situação financeira da empresa.

* Neste ano as Ei ascenderam a 1.200 u.m.

Caso Prático 4 (Cap.4)

1. Das contas das empresas A e B foi possível extrair os seguintes elementos, relativamente a 31/12/X (valores em u.m.):

1.1. De Balanço

	A	B
Disponibilidades	20.000	40.000
Clientes	380.000	480.000
Outros devedores	20.000	120.000
Existências	600.000	1.400.000
Imobilizações líquidas	400.000	300.000
Fornecedores c/c	800.000	1.200.000
Fornecedores imobilizado	20.000	140.000
Empréstimos a médio prazo	320.000	800.000
Capital social	200.000	240.000
Resultados líquidos	80.000	(40.000)

1.2. Outros elementos

	A	B
Vendas	2.800.000	4.000.000
Compras	1.900.000	3.600.000

2. Com base nos elementos acima apresentados, e sabendo que ambas as empresas foram constituídas no início do ano X, solicita-se que, para cada uma:

- apure os indicadores indispensáveis para levar a cabo uma adequada análise financeira;
- elabore um pequeno relatório que caracterize a situação financeira e proponha medidas com vista à sua melhoria sustentada.



Caso Prático 5 (Cap.4)

1. Determinada empresa comercial apresentava, relativamente ao ano X, os seguintes elementos:

Activo Total Líquido	1.723.210 u.m.	
Passivo Total	1.421.985 u.m.	-
Activo Circulante	1.349.737 u.m.	
Capitais Permanentes	396.802 u.m.	
Existências	20% das origens de fundos	

2. Baseando-se nos dados acima disponibilizados, e sabendo-se que a liquidez reduzida do sector é 0,6, solicita-se que:

- a) Represente graficamente, quantificando, e com a possível desagregação de contas, o Balanço correspondente à informação anteriormente prestada:
- b) Apure a liquidez reduzida da empresa e, comparando-a com a do sector, interprete o seu significado.



Caso Prático 6 (Cap.4)

1. Dos Relatórios e contas da Sociedade ALFA, SA, recolhemos os seguintes elementos (valores em u.m.):

a) de balanço:

	Ano X	Ano X-1
Imobilizações Incorpóreas	8.811	1.383
Imobilizações Corpóreas	3.009.564	2.986.656
Investimentos Financeiros	1.102	422
Existências	351.611	288.909
Dívidas de terceiros - curto prazo		
. Clientes c/c	1.521.400	1.297.551
. Estado e outros entes públicos	25.753	18.031
. Outros devedores	26.075	21.978
Títulos negociáveis	135.039	33.040
Disponibilidades	133.707	170.199
Acréscimos e diferimentos	87.160	90.537
TOTAL I	5.300.222	4.908.706
Capital Próprio		
. Capital	1.124.550	1.124.550
. Reservas	1.041.396	1.034.823
. Resultados Líquidos	235.822	131.432
Dívidas a Terceiros - médio prazo	2.009.567	1.753.687
Dívidas a Terceiros - curto prazo		
. Fornecedores c/c	478.552	414.853
. Outros accionistas	4.209	3.492
. Fornecedores de imobilizado	34.917	86.133
. Estado e outros entes públicos	114.923	88.651
. Outros credores	1.584	2.253
Acréscimos e diferimentos	254.702	268.832
TOTAL II	5.300.222	4.908.706

b) de Resultados

	X	X-1	X-2
Vendas	6.596.509	5.926.392	5.022.891
CMVMC	2.561.575	2.412.142	1.840.896
Forn. Serv. Externos	2.449.840	2.001.621	1.737.767

c) outras informações

- o stock médio no ano X-1 ascendeu a 245.450 u.m.
- em qualquer dos anos foram atribuídos 90% dos resultados
- da dívida de clientes do ano X apurou-se que 220.000 u.m. serão recebidos em Março do ano X + 2
- os acréscimos e diferimentos respeitam a custos diferidos e a acréscimos de custos a incorrer no exercício seguinte

2. Em face do exposto solicita-se que:

- a) demonstre, relativamente a cada ano, se a empresa cumpriu, ou não, a regra do equilíbrio financeiro mínimo
- b) aprecie a evolução da gestão de terceiros, em ambos os anos, indicando, nomeadamente, que tipo de repercussões - favoráveis ou desfavoráveis - terá tido sobre a Tesouraria. Justifique.



Caso Prático 7 (Cap.4)

1. Dos elementos contabilísticos dos anos N e N-1 da empresa GAMA, Lda. foi possível obter os seguintes indicadores:

	N	N-1
Liquidez geral	2,44	1,89
Liquidez reduzida	1,0	0,46
Fundo de Maneio (u.m.)	75.140	58.427
Vendas (u.m.)	781.142	795.624
Rotação do Activo Total (V/AT)	5,342	5,532
Compras (u.m.)	689.355	740.981

2. Baseando-se na informação acima disponibilizada, pretende-se que:

- determine o tempo de permanência de stocks respeitante ao ano N e interprete o seu significado;
- represente graficamente, com a máxima desagregação de contas possível, as estruturas financeiras de cada ano e, de modo conciso, aponte, justificando, a que lhe parecer mais equilibrada.

Caso Prático 8 (Cap.4)

1. Relativamente à empresa ALFÔMEGA, SA foi possível obter os seguintes indicadores do biénio 98/99:

	1998	1999
Vendas	5.022.891	5.926.392
$(RL + CFF)*/ALT^{**}$	0,857%	2,905%
Capitais Permanentes (u.m.)	3.663.765	3.960.664
Custo dos capitais alheios	0,6051%	0,426%
Endividamento a médio prazo (u.m.)	1.504.390	1.669.857
Imposto sobre o rendimento (u.m.)	52.758	99.131
Passivo Circulante (u.m.)	727.423	948.043
Fundo de Maneio líquido (u.m.)	863.167	1.062.202

* Custos Financeiros de Financiamento

** Activos Líquidos Totais

2. Baseando-se nas informações acima apresentadas solicita-se que:

- caracterize a estrutura financeira de cada ano e aponte, justificando, a que lhe parece mais equilibrada, ainda que, para isso, tenha de assumir pressupostos;
- identifique os factores que mais influenciaram a variação ocorrida na rendibilidade dos capitais próprios.

Caso Prático 9 (Cap.4)

1. Da empresa XISGAMA, Lda, são conhecidos, relativamente aos anos N e N+1, os seguintes elementos (em 10^3 u.m.)

a) de balanço

	Ano N	Ano N + 1
Imobilizações corpóreas	11 025	9 803
Investimentos financeiros	3 000	3 000
Créditos de médio prazo	6 010	6 010
Existências	93 879	75 393
Créditos de curto prazo	6 611	9 149
Disponibilidades	23 281	42 853
Capital Social	1 000	1 000
Reservas e Resultados Transitados	50 257	54 721
Resultados líquidos	4 464	6 301
Dívidas a Terceiros – Médio Prazo		
. Empréstimos bancários	17 971	22 741
. Fornecedores Imobilizado	4 770	9 190
Dívidas a Terceiros – Curto Prazo		
. Fornecedores c/c	55 174	37 935
. Estado e outros entes públicos	4 148	11 574
. Outros credores	6 022	2 746

b) da demonstração de resultados (enumeração parcial)

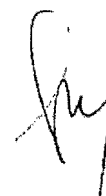
	Ano N	Ano N + 1
Vendas	795 624	788 459
CMVMC	732 600	707 841
Fornecimentos e Serviços Externos	24 580	24 560
Resultados antes de impostos	8 475	10 501

c) Outros

- as existências finais do ano N-1 ascendiam a 85 490
- todos os créditos de curto prazo respeitam a dívidas decorrentes da actividade normal da empresa
- a empresa não tem actividade sazonal e não distribuiu, nem atribuiu, resultados em qualquer dos anos
- no ano N+1 o custo dos capitais alheios foi de 18,53%

2. Em face dos elementos apresentados pretende-se que:

- a) proceda a um diagnóstico da evolução da situação financeira recorrendo à utilização e interpretação dos rácios mais adequados
- b) indique se no ano N+1 a empresa reúne, ou não, vantajosas condições para financiar as suas aplicações mediante acréscimos de endividamento bancário; Justifique.
- c) demonstre em que ano houve sujeição a uma menor taxa real de IRC



Caso Prático 10 (Cap.4)

1. Relativamente à empresa DIAS & DIAS Lda. e ao respectivo sector de actividade são conhecidos, designadamente, os seguintes elementos:

Zona A - De Balanço (em u.m.)

Clientes c/ letras a receber	9.250
Clientes c/c	25.000
Outros devedores	4.000
Provisões p/ créditos de cob. duvidosa	3.300
Matérias-primas e subsidiárias	7.000
Produtos e trabalhos em curso	7.100
Produtos acabados	9.000
Provisão p/ depreciação de existências	(2.900)
Amortizações acumuladas	(48.700)
Fornecedores de imobilizado	12.900
Fornecedores c/c	7.800
Fornecedores TP	11.700
EOEP (débitos a)	10.500

Zona B - Da Demonstração de Resultados

Vendas Líquidas	165.000
Margem de contribuição	47.800
RAJI	28.300

Zona C - Outros (da empresa)

- 2.1. o montante de letras descontadas e não vencidas ascente a 8.500 u.m.
- 2.2. os custos fixos integram amortizações de exercício no valor de 14.000 u.m.

Zona D - Do sector de actividade (dados médios)

- 2.1. Prazo médio de recebimentos: 60 dias de vendas
- 2.2. Existências: 90 dias de custos variáveis totais
- 2.3. Prazo médio de pagamentos: 60 dias de custos desembolsáveis (fixos e variáveis)
- 2.4. IVA praticado: 17%

2. Face à situação descrita pretende-se que – comparativamente com o sector – se pronuncie, de modo fundamentado, quanto à qualidade de gestão dos activos circulantes daquela empresa e proponha recomendações que permitam melhorá-la.

Caso Prático 11 (Cap.4)

1. Recorrendo aos elementos contabilístico-financeiros da empresa LACSI, Ld^a, foi possível obter, para os últimos 3 anos, designadamente, as seguintes informações:

	X-2	X-1	X	-
CMVMC (u.m.)	2 012 740	1 687 600	2 350 060	
Liquidez Geral (%)	0,94	1,11	1,29	
Liquidez reduzida (%)	0,52	0,67	0,84	
Prazo médio de recebimento (dias)	45	64	62	
Prazo médio de pagamentos (dias)	66	82	76	
Necessidades Fundo de Maneio (u.m.)	716 790	984 040	743 130	
Activos circulantes (u.m.)	1 527 780	1 762 330	1 937 810	

2. Procedendo à análise e inter-relação dos dados acima apresentados pretende-se que:

- quantifique a tesouraria (T) nos anos X-1 e X evidenciando os factores que mais influenciaram a sua evolução;
- aponte, justificando, quais as principais medidas a adoptar pela Gerência da empresa a fim de que, no ano X+1, de forma tanto quanto possível sustentada, a situação financeira, no curto prazo, seja mais favorável.

Caso Prático 12 (Cap.4)

1. Da Entidade Promotora conhece-se os seguintes elementos (valores em u.m.):

1.1. De Balanço:

Rubricas	X	X+1	X+2
ACTIVO			
1. Imobilizado Bruto	-	4.811	5.359
1.1. Imobilizações Incorpóreas	-	-	-
1.2. Imobilizações Corpóreas	-	4.811	5.359
1.3. Investimentos Financeiros	-	-	-
1.4. Imobilizações em Curso	-	-	-
2. Amortizações	-	(1.187)	(2.435)
3. Existências	1.600	121	1.537
4. Dívidas de terceiros – M/L Prazo	-	7.621	7.621
5. Dívidas de terceiros – Curto Prazo	2.011	2.440	3.232
5.1. Clientes	880	2.436	3.232
5.2. Outros	1.131	4	-
6. Depósitos Bancários/TN/Caixa	4.064	9.787	2.696
7. Acréscimos e Diferimentos	65	538	1.353
8. TOTAL DO ACTIVO (1+2+3+4+5+6+7)	7.739	24.131	19.363
CAPITAL PRÓPRIO			
9. Capital/Acções Próprias	1.500	5.000	5.000
10. Prestações Suplementares	-	-	-
11. Reservas	-	-	-
12. Resultados Transitados	-	(1.289)	367
13. Resultado Líquido do Exercício	(1.289)	1.656	108
14. Dividendos Antecipados	-	-	-
15. TOTAL CAP. PRÓPRIO (9+10+11+12+13+14)	211	5.367	5.475
PASSIVO			
16. Provisões para Out. Riscos e Encargos	-	-	-
17. Dívidas a terceiros – M/L Prazo	-	-	-
17.1. Dívidas a Instituições de Crédito	-	-	-
17.2. Dívidas a Sócios (Suprimentos)	-	16.911	12.769
17.3. Outras Dívidas	-	-	-
18. Dívidas a terceiros – Curto Prazo	7.528	1.853	1.119
18.1. Dívidas a Instituições de Crédito	-	-	-
18.2. Fornecedores	7.490	410	894
18.3. Estado e Outros Entes Públicos	38	1.406	225
18.4. Outras Dívidas	-	37	-
19. Acréscimos e Diferimentos	-	-	-
20. TOTAL DO PASSIVO (16+17+18+19)	7.528	18.764	13.888
21. TOTAL PASSIVO + CAP. PRÓPRIO (15+20)	7.739	24.131	19.363

1.2. Demonstrações de Resultados:

Rubricas	X	X+1	X+2
PROVEITOS E GANHOS			
1. Vendas (Líquidas)	5.637	52.470	59.803
1.1. Mercado Interno	5.637	-	59.803
1.2. Mercado Externo	-	52.470	-
2. Prestações de Serviços	-	-	-
3. Variação da Produção	-	-	-
4. Trabalhos para a própria empresa	-	-	-
5. Outros Proveitos e Ganhos	-	110	171
6. TOTAL (1+2+3+4+5)	5.637	52.580	59.974
CUSTOS E PERDAS			
7. CMVMC	5.458	40.507	46.821
7.1. Origem Interna	5.458	40.507	46.821
7.2. Origem Externa	-	-	-
8. Fornecimentos e Serviços Externos	1.317	7.727	10.470
8.1. Subcontratados	-	66	15
8.2. Electricidade e Combustíveis	199	1.081	1.590
8.3. Comissões e Royalties	-	991	2.174
8.4. Outros FSE	1.118	5.589	6.691
9. Custos com Pessoal	148	539	923
10. Amortização do Exercício	-	1.187	1.248
11. Provisões do Exercício	-	-	-
12. Impostos	2	14	81
12.1. Directos	-	-	-
12.2. Indirectos	2	14	81
13. Outros Custos Operacionais	-	695	-
14. TOTAL (7+8+9+10+11+12+13)	6.925	50.669	59.543
15. Result. Antes de Encargos Financeiros (6-14)	(1.288)	1.911	431
16. Custos e Perdas Financeiras	1	8	-
16.1. De Funcionamento	1	8	31
16.2. de Financiamento	-	-	-
17. Custos e Perdas Extraordinárias	-	2	41
18. Resultado Antes de Impostos (15-16-17)	-	1.901	359
19. Imposto s/ Rendimento do Exercício	-	245	251
20. Resultado Líquido (18-19)	(1.289)	1.656	108

2. Informações complementares:

- Os Acréscimos e Diferimentos (aplicações) respeitam, exclusivamente, a dívidas a receber, no curto prazo, estranhas à exploração;
- A rubrica "Outros", englobada em Dívidas de Terceiros – curto prazo, respeita a subscritores de capital;
- No ano X as Dívidas a Fornecedores de Imobilizado ascendiam a 7.490 u.m., sendo nulas nos restantes anos.

3. Face aos elementos disponibilizados, pretende-se que – mediante comparabilidades e utilização de adequados indicadores – proceda a uma sumária análise da evolução da situação financeira e redija o respectivo relatório.



Caso Prático 13 (Cap.4)

1. Relativamente à empresa PROACTIVA, Lda. são conhecidos os seguintes elementos (valores em u.m.):

	X	X-1
Proveitos Operacionais	1.186.930	1.145.991
Custos Operacionais	1.179.213	1.113.601
Resultados Extraordinários	6.480	(6.675)
Resultados Financeiros	(10.701)	(1.443)
Resultados Líquidos	1.175	15.390
Activo Fixo Líquido	434.635	346.406
Activo Total Líquido	671.373	591.669
Fundo de Maneio	(228.325)	(107.535)
Passivo de médio prazo	87.107	113.148
Créditos de Exploração (cíclicos)	102.501	117.262
Débitos de Exploração (cíclicos)	123.044	122.993
Existências	23.420	19.343
Volume de Negócios	1.186.930	1.145.991
CMVMC	75.095	70.057
Fornecimentos e Serviços Externos (exploração)	473.078	452.030

2. Outros dados e informações:

- os elementos apresentados estão devidamente preparados para análise económico-financeira;
- os Resultados Financeiros estão exclusivamente influenciados por Custos Financeiros de Financiamento;
- as existências finais de X-2 ascendiam a 15.883 u.m.

3. Tendo presente o supra-exposto – e admitindo os pressupostos que julgar necessários – pretende-se que:

- a) demonstre em que ano a taxa real de IRC foi mais elevada;
- b) caracterize a qualidade da gestão de stocks de ambos os anos, baseando-se na interpretação dos prazos de permanência (dos stocks) e nos indicadores de liquidez reduzida;
- c) redija um pequeno relatório ($\cong$ 1 página) apontando que medidas globais devem ser adoptadas para, de modo sustentado, reduzir os pontos fracos inerentes à situação financeira de curto prazo.



Caso Prático 14 (Cap.4)

1. Relativamente à empresa SEMPRATENTA, Lda. são conhecidos os seguintes elementos (valores em u.m.):

	X	X-1
Proveitos Operacionais	1.186.930	1.145.991
Custos Operacionais	1.179.213	1.113.601
Resultados Extraordinários	6.480	(6.675)
Resultados Financeiros	(10.701)	(1.443)
Resultados Líquidos	1.175	15.390
Activo Fixo Líquido	434.635	346.406
Activo Total Líquido	671.373	591.669
Fundo de Maneio	(228.325)	(107.535)
Passivo de médio prazo	87.107	113.148
Créditos de Exploração (cíclicos)	102.501	117.262
Débitos de Exploração (cíclicos)	123.044	122.993
Existências	23.420	19.343
Volume de Negócios	1.186.930	1.145.991
CMVMC	75.095	70.057
Fornecimentos e Serviços Externos (exploração)	473.078	452.030

2. Outros dados e informações:

- os elementos apresentados estão devidamente preparados para análise económico-financeira;
- os Resultados Financeiros estão exclusivamente influenciados por Custos Financeiros de Financiamento;
- as margens de contribuição nos anos X e X-1 foram, respectivamente, 969.912 e 940.325 u.m.

3. Tendo presente o supra-exposto – e admitindo os pressupostos que julgar necessários – pretende-se que:

- a) demonstre em que ano a taxa real de IRC foi mais elevada;
- b) identifique os pontos fracos imputáveis à gestão de terceiros no biénio mediante análise dos respectivos prazos médios;
- c) determine as rendibilidades dos Capitais Próprios anuais, apure o contributo percentual dos respectivos Capitais Alheios para a formação dos Resultados Líquidos e comente os valores obtidos.



Caso Prático 15 (Cap.4)

Na sequência de preparação para análise económico-financeira, extraíram-se, relativamente à empresa PETROGASOSA, SA, e aos anos N e N+1, os seguintes elementos (valores em u.m.):

	N	N+1
Capitais Permanentes	7.809.793	7.756.632
Activo Circulante	9.108.462	13.795.158
Fundo de Maneio	(812.849)	(80.952)
Passivo Total	12.823.192	16.477.299
Existências	2.730.916	3.025.553
CMVMC	4.989.661	4.908.284
Custos Variáveis totais	7.661.920	7.710.370
Custos Extraordinários	196.739	137.331
Custos Financeiros Financiamento	824.038	1.145.564
Proveitos Extraordinários	463.580	1.066.415
Necessidades Cíclicas	5.332.215	8.134.558
Recursos Cíclicos	1.831.245	4.186.558
Imposto s/ Rendimento	237.414	212.745
Volume de Negócios	16.835.002	17.337.435
Rendibilidade do Capital Próprio (%)	1,879	4,801

Sabendo-se, ainda, que as existências finais do ano N-1 ascendiam a 3.380.285 u.m. – e admitindo que os resultados financeiros são exclusivamente compostos por custos financeiros de financiamento –, pretende-se que, após apuramento de pertinentes indicadores, para ambos os anos:

- Aprecie a evolução da gestão de stocks e evidencie razões para justificar a que lhe parecer mais favorável;
- Demonstre em que ano a Tesouraria esteve mais equilibrada e refira quais os factores que, para isso, mais contribuíram;
- Indique em que exercício económico eventuais e significativos acréscimos de solvabilidade (considere o rácio Passivos Totais/Capitais Próprios) mais influenciaram a rendibilidade dos capitais próprios. Justifique.

Caso Prático 16 (Cap. 4)

- a) Sobre a empresa H são reconhecidos, relativamente ao ano X, devidamente preparados, os seguintes dados de índole contabilístico-financeira (valores em 10^3 euros):

	X
Fundo de maneo	4.000
Imobilizado	20.000
Necessidades de fundo de maneo	1.000
Passivo total	40.000

Sabendo-se ainda que a estrutura do endividamento (Passivo Circulante/Passivo Total) é de 50% e que todo o passivo de curto prazo é associável a recursos cíclicos, pretende-se que:

- a1) elabore, com a maior desagregação possível de rubricas, o respectivo balanço e comente o equilíbrio financeiro dele decorrente;
- a2) critique uma afirmação proferida pelo sócio maioritário segundo a qual estariam reunidas condições para distribuir resultados no ano X+1.

Caso Prático 17 (Cap. 4)

- b) Tendo as empresas METALFA e METABETA apresentado, no ano N, os seguintes indicadores:

	METALFA	METABETA
Liquidez Geral / Liquidez Reduzida	1,048	1,652
PMR (meses)	4,07	3,34
PMP (meses)	1,94	2,23
Rotação de Stocks	36,33	4,86
Fundo de Maneio (euros)	23.000	16.700
Rotação do Activo Circulante	2,09	1,77
Volume de Negócios (euros)	555.000	1.436.000

pretende-se que:

- b1) compare as correspondentes durações líquidas do ciclo de exploração (DLCE), criticando-as no âmbito geral de liquidez das empresas;
- b2) determine a liquidez reduzida da METALFA e exprima o seu significado.

Caso Prático 18 (Cap. 4)

a) Da empresa XPTO são conhecidos os seguinte elementos (valores em 10^3 de euros):

Aplicações (parciais)		Origens (parciais)	
Existências	220	Fornecedores c/c	- 104
Clientes c/c	160	Estado e outros entes públicos	17
Estado e outros entes públicos	3	Dívidas a instituições de crédito (curto prazo)	120
Outros devedores	35	Dívidas a instituições de crédito (médio prazo)	30
Disponibilidades	10	Passivo circulante	241
Activo fixo	172		
Activo total	600		

Sabendo-se ainda que o valor de disponibilidades afecto a Reserva de segurança de tesouraria é de 4×10^3 euros, solicita-se que:

- calcule as necessidades de fundo de maneo existentes e aponte medidas concretas que permitam reduzi-las;
- refira que implicações teria na Tesouraria a aprovação de uma conta corrente caucionada no valor de 115×10^3 euros.

Caso Prático 19 (Cap. 4)

A empresa SIMPLEX, Lda. apresenta, devidamente preparados para análise financeira, os seguintes dados de balanço respeitantes ao biénio N / N+1 (valores em 10^3 euros):

	N	N+1
Imobilizado líquido	40.000	42.000
Existências	8.000	12.000
Clientes	30.000	35.000
Capital próprio	40.000	55.000
Passivo total	40.000	55.000
Passivo curto prazo	20.000	10.000
Recursos acíclicos	5.000	8.000

Admitindo que foi incumbido de comentar a evolução do equilíbrio financeiro daquela empresa, solicita-se que:

- apure as Tesourarias líquidas anuais e aluda às suas causas determinantes;
- refira e justifique se – numa perspectiva de sustentabilidade da Tesouraria – será plausível uma consolidação de passivos.



Caso Prático 20 (Cap. 4)

- b) Considerando os seguintes elementos de demonstrações financeiras das empresas GAMA e PINTO, reportados ao ano N (valores em 10^3 euros):

	GAMA	PINTO
Volume de negócios	300.000	54.000
Existências	48.000	1.000
Clientes	12.000	900
Capital próprio	6.000	1.000
Capitais permanentes	46.000	4.000
Passivo circulante*	30.000	10.000
Rotação dos activos fixos	20	18

*Exclusivamente respeitante a fornecedores c/c

pretende-se que:

- demonstre se as empresas cumprem a regra de equilíbrio mínimo de Tesouraria;
- interprete, em termos de liquidez, o significado das diferenças apuradas através do rácio de liquidez reduzida.

Caso Prático 21 (Cap. 4)

A empresa CENTRALGRÁFICA, S.A., dispunha, devidamente preparados para análise económico-financeira, entre outros, dos seguintes elementos relativos aos anos X e X+1 (valores em milhares de contos):

	X	X+1
Activo total líquido	20.220	26.264
Passivo total	14.204	20.188
Capitais permanentes	9.693	13.060
Existências	484	776
Clientes	3.298	5.214
Restantes activos circulantes	762	1.202
Compras	N.D.	4.514

Complementarmente, sabe-se que:

- o prazo de permanência de stocks do sector é de cerca de 40 dias
- os recursos cíclicos representam, nos anos X e X+1, 85% e 90% dos passivos circulantes, respectivamente

Face ao exposto, solicita-se:

- que comente a qualidade da gestão de stocks da empresa no ano X+1, tendo presente a informação sectorial disponibilizada
- que interprete o significado da variação da liquidez reduzida entre os 2 anos
- que demonstre em que ano a Tesouraria esteve mais equilibrada e aponte os factores que para isso mais contribuíram (5v)

Caso Prático 22 (Cap. 4)

Dos elementos contabilísticos respeitantes aos anos N e N+1 da empresa FINANCEIRA, Lda. foi possível obter os seguintes indicadores (valores em euros):

	N	N+1
Liquidez geral	1,89	2,44
Liquidez reduzida	0,46	1,0
Fundo de maneo	58.427	75.140
Vendas	795.624	781.142
Rotação do activo total	5,532	5,342
Compras	740.981	689.355

Baseando-se na informação acima disponibilizada, pretende-se que:

- c) determine o prazo de rotação de stocks (PRS) respeitante ao ano N+1 e critique-o face a um PRS sectorial de 35 dias;
- d) represente graficamente, com a máxima desagregação de contas possível, as estruturas financeiras de cada ano e, de modo conciso, aponte, justificando, a que lhe parecer mais flexível.

Caso Prático 23 (Cap. 4)

A empresa OMEGA3, S.A., dispunha, devidamente preparados para análise económico-financeira, entre outros, dos seguintes elementos relativos aos anos X e X+1 (valores em 10^3 euros):

	X	X+1
Activo total líquido	20.220	26.264
Passivo total	14.204	20.188
Capitais permanentes	9.693	13.060
Existências	484	776
Clientes	3.298	5.214
Restantes activos circulantes	762	1.202
Compras	N.D.	4.514

Complementarmente, sabe-se que:

- o prazo de permanência de stocks do sector é de cerca de 40 dias
- os recursos cíclicos representam, nos anos X e X+1, 85% e 90% dos passivos circulantes, respectivamente

Face ao exposto, solicita-se:

- d) que demonstre em que ano a Tesouraria esteve mais equilibrada e aponte os factores que para isso mais contribuíram;
- e) que, tendo presente a informação sectorial disponibilizada, comente a qualidade da gestão de stocks da empresa no ano X+1 e proponha medidas tendentes à sua melhoria sustentada;
- f) que calcule e interprete o significado da variação da liquidez reduzida no biénio.

Caso Prático 24 (Cap. 4)

Da empresa CENTROSUL, Lda., constituída em 2/1/N, com o capital social de 800 mil euros, são conhecidos, relativamente ao ano N, os seguintes elementos activos e passivos (valores em euros):

Aplicações		Origens	
Existências	660.000	Fornecedores c/c	312.000
Clientes c/c	480.000	Estado e outros entes públicos	51.000
Estado e outros entes públicos	9.000	Dívidas a instituições de crédito (curto prazo)	360.000
Outros devedores	105.000	Dívidas a instituições de crédito (médio prazo)	90.000
Disponibilidades	30.000		
Activo fixo	516.000		
Activo total	1.800.000	Passivo total	813.000

Complementarmente, sabe-se ainda que:

- o valor de disponibilidades afecto a Reserva de segurança de tesouraria é de 6.000 euros;
- foram atribuídos aos sócios 30% dos resultados líquidos;
- as dívidas a instituições de crédito (médio prazo) vencem-se, na íntegra, em 3/11/N+1;
- as dívidas a instituições de crédito (curto prazo) integram uma conta corrente caucionada no valor de 150.000 euros;

Face aos elementos disponibilizados, pretende-se que, justificando todos os procedimentos adoptados:

- a) Proceda a adequada preparação para efeitos de análise económico-financeira;
- b) Apure a Tesouraria e critique as suas principais determinantes;
- c) Aponte medidas específicas que – garantindo um equilíbrio financeiro de curto prazo – tornem despiciendo, no futuro, reforços de fundo de maneo líquido.



Caso Prático 25 (Cap. 4)

Da empresa NEGÓCIOS DOIS são conhecidos os seguintes indicadores, reportados ao ano N (valores em 10^3 euros):

Fundo de maneo	4.000
Activos fixos e OVI	20.000
Necessidades de fundo de maneo	1.000
Tesouraria activa	3.000
Endividamento total	40.000
Passivo médio prazo/Passivo total	0,5

Baseando-se na informação disponibilizada, e sabendo que os recursos cíclicos respeitam exclusivamente a fornecedores c/c, pretende-se que:

- Represente, com a maior desagregação possível, a estrutura financeira da empresa, apreciando o peso relativo de cada rubrica;
- Comente a situação da empresa perante o cumprimento (ou não) da regra do equilíbrio de tesouraria, critique a génese deste e proponha medidas que permitam melhorá-lo;
- Calcule o volume de compras aquém do qual o prazo médio de pagamentos é superior a 45 dias e aluda à importância deste indicador no âmbito das finanças empresariais (considere uma taxa de IVA de 21%).



Caso Prático 26 (Cap. 4)

Admita que, da empresa TESOURARIA INTERESSANTE, são conhecidos, em final do ano N, os seguintes elementos (valores em euros):

Fundo de Maneio	260.000
Reserva de Segurança de Tesouraria	6.000
Crédito concedido a Clientes (IVAI)	300.000
Consumo anual de matérias primas	800.000
Existências iniciais (MP)	20.000
Existências finais (MP)	56.000
Prazo de pagamento médio concedido pelos fornecedores ⁵⁰	1 mês
Stocks normais	
- de matérias primas	100.000
- de produtos acabados	40.000
Fornecimentos e serviços externos	170.000
EOEP (saldo credor)	54.000
Plafonds de crédito permanentes	
para suprir dificuldades de tesouraria	18.000
Taxa de IVA média implícita nas aquisições	16%

Pretende-se que:

- determine os Fundos de Maneio Necessário de Exploração e Extra-Exploração;
- analise a Tesouraria e aponte as suas causas mais determinantes.



⁵⁰ Este prazo é igualmente concedido pelos fornecedores de serviços externos.

Caso Prático 27 (Cap. 4)

1. Da empresa Interessante Assim-Assim, S.A., conhecem-se os seguintes elementos respeitantes aos anos N e N+1 (valores em milhares de euros):

	N	N+1
Activo Circulante (valores líquidos)	965	1.010
Activo Fixo (valores líquidos)	3.910	3.645
Rotação do Activo Circulante	2,21	2,69
Rotação dos Capitais Permanentes	0,91	0,63
Activos Totais/Dívidas de médio prazo a pagar	7,50	2,62
Fornecedores c/c	190	210
Necessidades Cíclicas	880	930
Stocks	595	655
CMVMC	1.500	1.700
Fornecimentos e Serviços Externos	275	360
Custos Financeiros de Financiamento	555	270
Imposto sobre o Rendimento do Exercício	0	0
Resultado Líquido do Exercício	(645)	15

Por outro lado, sabe-se ainda que:

- as únicas componentes das necessidades cíclicas e dos recursos cíclicos são, respectivamente, Clientes/Stocks e Fornecedores/Estado e Outros Entes Públicos;
- os stocks finais de N-1 ascendiam a 560 milhares de euros;
- as dívidas ao Estado e Outros Entes Públicos cifravam-se, em 25 e 30 milhares de euros, nos anos N e N+1, respectivamente;
- a taxa média de IVA aplicável é 17%.

2. Baseando-se nos dados supra-referidos – e admitindo os pressupostos considerados convenientes – pretende-se que:

- a) aprecie a evolução da Tesouraria e – numa perspectiva de sustentabilidade – critique o comportamento das variáveis que mais a determinaram;
- b) ajuda à importância financeira da Duração Líquida do Ciclo de Exploração (prazo médio de recebimentos +prazo médio de permanência de stocks – prazo médio de pagamentos), calcule-a para ambos os anos e interprete o significado da sua variação;
- c) aponte o papel e as limitações do indicador de Liquidez Reduzida, no âmbito da gestão de stocks, e comente os valores que ele assumiu em N e N+1;
- d) compare os rácios de solvabilidade de N e N+1 e refira se, tendo em vista a melhoria da rentabilidade financeira, a forma de financiamento escolhida foi a mais aconselhável; justifique;

identifique os factores que mais influenciaram a rentabilidade dos capitais próprios no biénio e opine quanto ao maior ou menor risco que pode representar uma rentabilidade das vendas negativa (atente à diversidade das suas causas);

Caso Prático 28 (Cap. 4)

1. Da empresa Electrónica Europea, Lda., que opera no sector secundário da economia, conhecem-se os seguintes elementos respeitantes aos anos N e N+1:

	N	N+1
Volume de Negócios (euros)	1.737.369	2.516.551
Fundo de Maneio (euros)	372.544	370.362
Activo Circulante (euros)	1.328.614	1.385.548
Recursos Cíclicos (euros)	612.940	640.878
Liquidez Reduzida (u.n.)	1,0093	1,1315
Rotação do Activo Total (u.n.)	1,282	1,783
Capitais Próprios/Activo Total (%)	11,0	12,5
Prazo Médio de Recebimentos (dias)	176	160

2. Baseando-se nos dados supra-referidos – e admitindo os pressupostos considerados convenientes – pretende-se que:

- a) analise a evolução da Tesouraria no biénio, criticando o papel das respectivas variáveis e comentando a influência destas em termos de sustentabilidade da liquidez;
- b) demonstre, e justifique, que repercussão haveria sobre a Tesouraria, caso uma auditoria às contas tivesse revelado que, no ano N+1:
 - b1) fora contabilizada em Fornecedores c/c uma dívida de curto prazo no valor de 22.500 euros, respeitante à aquisição de uma viatura comercial;
 - b2) na inventariação física final, e no balanço, consideraram-se stocks adquiridos em 28/12, valorizados em 31.400 euros, mas a correspondente factura apenas foi recebida e contabilizada em 6/1/N+2;
- c) indique qual o montante por que, *ceteris paribus*, a empresa deveria reforçar as origens alheias para reduzir em 1% (um ponto percentual), no ano N+1, o rácio Capitais Próprios/Activo Total; complementarmente, refira-se à indispensabilidade de uma criteriosa escolha daquele tipo de origens, numa perspectiva de melhoria da rentabilidade financeira.