

Gestão Financeira
Gestão Financeira I

Texto 1

Capítulo O

Páginas 92 a 107
Paginas 158 a 185

Análise Financeira – Técnicas Fundamentais

João Carvalho das Neves

Ano Lectivo 2006/2007

Gestão Financeira – Contabilidade
Gestão Financeira – Gestão
Gestão Financeira I – Finanças Empresariais

4

Preparação dos Balanços e das Demonstrações de Resultados para Análise

4.1 O Balanço Patrimonial

A análise financeira tradicional assenta sobretudo na óptica patrimonial. Assim, o balanço é encarado da seguinte forma:

Quadro 4.1 — O Balanço Patrimonial

ACTIVO = Direitos de propriedade e de créditos	SITUAÇÃO LÍQUIDA = Património líquido
	DÍVIDAS OU PASSIVO = Obrigações e deveres

A ordenação por graus de liquidez no activo e de exigibilidade no passivo, é fundamental para a análise financeira:

Quadro 4.2 — O Balanço Reclassificado

APLICAÇÕES		ORIGENS	
ACTIVO FIXO	ACTIVO CIRCULANTE EXISTÊNCIAS DÍVIDAS DE TERCEIROS QUASE DISPONÍVEL DISPONÍVEL	CAPITAIS PRÓPRIOS DÍVIDAS A MÉDIO PRAZO (Vencimento > 1 ano)	CAPITAIS PERMANENTES
		DÍVIDAS A CURTO PRAZO (Vencimento ≤ 1 ano)	PASSIVO CIRCULANTE

Ver-se-á adiante, no Capítulo VIII, a utilização deste balanço para a análise tradicional da liquidez e a sua reclassificação para análise funcional do equilíbrio financeiro.

4.2 O Balanço Funcional e os Ciclos Financeiros da Empresa

A análise financeira moderna preocupa-se mais com o equilíbrio funcional das origens e aplicações, pelo que passou a designar-se por **Análise funcional**.

O balanço funcional procura «fotografar», em determinada data, as aplicações e recursos relacionados com os ciclos financeiros da empresa, qualquer que seja a sua situação jurídico-patrimonial. Por «ciclos financeiros» entende-se a resultante financeira das decisões tomadas na empresa aos diferentes níveis — estratégico, operacional, financeiro. Os ciclos financeiros classificam-se em:

- ciclo de investimento;
- ciclo de exploração ou operacional;
- ciclo das operações financeiras.

CICLO DE INVESTIMENTO

O ciclo de investimento engloba o conjunto de actividades e decisões respeitantes à análise e selecção de investimentos ou desinvestimentos. As operações efectuadas neste ciclo conduzem ao volume de imobilizado representado no balanço, na correspondente conta do Activo.

CICLO DE EXPLORAÇÃO

O ciclo de exploração corresponde às actividades e decisões no âmbito dos aprovisionamentos, produção e comercialização. As operações efectuadas neste ciclo conduzem aos consumos e obtenção de recursos da empresa a que vão corresponder os custos e proveitos operacionais na demonstração de resultados. No balanço, provoca necessidades de recursos para financiar clientes e existências, obtendo automaticamente alguns recursos, como seja o crédito de fornecedores.

CICLO DAS OPERAÇÕES FINANCEIRAS

O ciclo das operações financeiras corresponde às actividades de obtenção de fundos adequados aos investimentos e às necessidades de financiamento do ciclo de exploração. No ciclo das operações financeiras, distinguem-se ainda:

- ciclo de operações de capital;
- ciclo das operações de tesouraria.

As operações de capital visam obter os fundos estáveis para o financiamento dos activos estáveis e gerir de forma optimizada esses fundos. As operações de tesouraria visam gerir as disponibilidades e quase-disponibilidades, bem como assegurar a cobertura financeira a curto prazo no caso de insuficiência temporária de fluxos de caixa. O balanço funcional daqui resultante é o seguinte:

Quadro 4.3 — O Balanço Funcional

CICLO	APLICAÇÕES	RECURSOS	CICLO
INVESTIMENTO	APLICAÇÕES DE INVESTIMENTO OU ACTIVO FIXO	RECURSOS PRÓPRIOS	OPERACÕES DE CAPITAL
		RECURSOS ALHEIOS ESTÁVEIS	
EXPLORAÇÃO	ACTIVO CÍCLICO OU NECESSIDADES CÍCLICAS	PASSIVO CÍCLICO OU RECURSOS CÍCLICOS	EXPLORAÇÃO
	TESOURARIA ACTIVA	TESOURARIA PASSIVA	OPERACÕES DE TESOURARIA

A sua forma de apresentação mais corrente para análise do equilíbrio financeiro é a seguinte:

Quadro 4.4 — O Balanço Funcional

Balanço Funcional		2001	2002	2003
(1)	Capital Próprio			
(2)	Capital Alheio Estável			
(3)	CAPITAIS PERMANENTES (1 + 2)			
(4)	ACTIVO FIXO			
(5)	FUNDO DE MANEIO (3 - 4)			
(6)	Clientes			
(7)	Existências			
(8)	Adiantamentos a Fornecedores			
(9)	Estado e Outros Entes Públicos (a receber)			
(10)	Outros Devedores de Exploração			
(11)	NECESSIDADES CÍCLICAS (6 + 7 + 8 + 9 + 10)			
(12)	Fornecedores			
(13)	Adiantamentos de Clientes			
(14)	Estado e Outros Entes Públicos (a pagar)			
(15)	Outros Credores de Exploração			
(16)	RECURSOS CÍCLICOS (12 + 13 + 14 + 15)			
(17)	NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO (11 - 16)			
(18)	TESOURARIA LÍQUIDA (5 - 17)			

Para a análise da rentabilidade, no entanto, prefere-se um dos seguintes modelos:

Quadro 4.5 — O Balanço Funcional — Activo Económico

INVESTIMENTO	2001	2002	2003	FINANCIAMENTO	2001	2002	2003
ACTIVO FIXO				CAPITAL PRÓPRIO			
NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO				CAPITAL ALHEIO ESTÁVEL			
				ENDIVIDAMENTO LÍQUIDO DE CURTO PRAZO ⁷			
ACTIVO ECONÓMICO				FINANCIAMENTO DO ACTIVO ECONÓMICO			

Quadro 4.6 — O Balanço Funcional — Capital Investido

INVESTIMENTO	2001	2002	2003	FINANCIAMENTO	2001	2002	2003
Activo fixo				Capital próprio			
Necessidades em fundo de maneio				Capital alheio estável			
Tesouraria activa				Tesouraria Passiva			
Capital investido				Capital de Financiamento			

Ver-se-á, no Capítulo VIII, a sua utilização para análise do equilíbrio financeiro, no Capítulo XIII, para análise das estratégias de financiamento face ao risco e à rentabilidade e, no Volume II, na determinação do valor económico criado (economic value added).

4.3

Do Balanço Contabilístico ao Balanço Funcional

O balanço funcional sintético para análise financeira, segundo a metodologia preconizada neste livro⁸, deve apresentar-se com a estrutura que a seguir se expõe, devendo para tal fazer-se algumas correcções ao balanço contabilístico.

⁷ Tesouraria Líquida com o sinal oposto (±).

⁸ A análise financeira de contas consolidadas exige que se considere a conta Interesses Minoritários classificada como capital próprio ou como capital alheio, consoante a perspectiva de análise.

Corresponde aos activos com permanência prevista na empresa superior a um ano. Deve, por isso, compreender os imobilizados corpóreo e incorpóreo, investimentos financeiros, dívidas de terceiros a médio e longo prazo, adiantamentos a fornecedores de imobilizado, independentemente do prazo, pois representam sempre aplicações a longo prazo e acréscimos e diferimentos a mais de um ano.

As contas de empréstimos intragrupo (empresas do grupo e associadas) e outros accionistas (ou sócios) têm tendência para a estabilidade, pelo que muitas vezes também se consideram um activo fixo.

Além disso, para que o Activo Fixo tenha um carácter mais financeiro, não se devem considerar as Obrigações na própria empresa e títulos participativos na própria empresa, deduzindo-se por contrapartida aos respectivos empréstimos nas contas de passivo, pois não representam nem origem nem aplicação financeira.

Acrescente-se que, no domínio dos imobilizados corpóreos, a contabilidade tem-se preocupado mais com a posse jurídica dos mesmos do que com o direito de utilização, quando é esta última que tem valor para a gestão. Não há qualquer diferença no valor económico de um imobilizado adquirido por um empréstimo, por uma locação financeira ou outro instrumento *off-balance sheet* de médio ou longo prazo. Apenas a forma de financiamento é diferente. O actual POC considera que a locação financeira é um modo de financiamento a ser registado no balanço⁹. Quanto às outras operações de *off-balance sheet* que incidam sobre o activo fixo, devem adicionar-se ao valor das imobilizações de balanço.

Por exemplo, uma empresa pode «vender» no todo ou em parte o seu activo fixo a uma associada ou participante com uma cláusula de opção de recompra numa data posterior, ao mesmo preço. Conclui-se que o usufruto do activo se mantém na empresa inicial, servindo o esquema para suportar a capacidade de endividamento da segunda empresa. Para uma análise financeira adequada, deveria considerar-se no activo o valor atribuído ao direito de exercício de opção.

As dívidas de terceiros de médio prazo a considerar não deverão ter origem nas decisões ligadas à exploração, mas apenas nas decisões de carácter financeiro ou estratégico (v.g. adiantamentos a fornecedores de imobilizado, dívidas de empresas do grupo associadas e participantes).

Quanto à perspectiva do analista externo, sentimentos de precaução levam-no, por vezes, a não considerar o imobilizado incorpóreo como activo pois, em caso de falência, nenhuma das rubricas tem, *per se*, capacidade de transformação em dinheiro, excepto no caso de alguns *trespasses* ou direitos de propriedade industrial e patentes. Dessa forma, deve deduzir-se o seu valor ao capital próprio. Numa perspectiva de falência, concordamos que o analista considere esta rubrica como um custo, mas, numa perspectiva de continuidade, deve considerá-la como um investimento. De outro modo subestimar o investimento realizado pela empresa e pelos capitais próprios.

Para que o activo fixo bruto se transforme em activo fixo líquido, há que deduzir as amortizações acumuladas. À semelhança anterior, deve tomar-se em consideração as operações *off-balance sheet* sobre o activo fixo, acrescentando-se às amortizações acumuladas o seu equivalente, caso se tivesse procedido a uma aquisição normal.

⁹ O actual POC apresenta já uma preocupação económica, devendo ser o locatário a contabilizar o bem, ao contrário do POC anterior, em que essa obrigação era do locador.

Para que a análise temporal faça algum sentido, o analista financeiro deve corrigir os dados de imobilizado, caso tenham existido contratos de locação financeira anteriores à data de vigência do actual POC.

Note-se que alguns analistas preferem utilizar o activo fixo bruto¹⁰.

Ao utilizar-se o activo fixo bruto nas aplicações, devem considerar-se as amortizações acumuladas nos recursos próprios, ficando assim os recursos próprios com uma noção que pode ser identificada como o capital social realizado e o autofinanciamento acumulado:

Capital social realizado + Autofinanciamento acumulado

em que:

Autofinanciamento = Resultado líquido + Amortizações + Provisões

Então, tem-se:

Autofinanciamento acumulado = Resultados¹¹ acumulados + Amortizações acumuladas + Provisões acumuladas

Embora seja um conceito interessante para análise do equilíbrio financeiro, veremos que se torna ineficaz no cálculo da rentabilidade do activo e, sobretudo, do capital próprio.

NECESSIDADES CÍCLICAS

Compreende as contas resultantes das decisões enquadradas no ciclo de exploração, que implicam necessidades de financiamento. As necessidades cíclicas podem decompor-se da forma que se segue:

1. Existências – Devem incluir as existências em armazém. O analista financeiro deve confirmar que as existências em armazém são estritamente o normal de exploração e que não incluem aprovisionamentos estratégicos. O excedente resultante de aprovisionamentos estratégicos deve ser considerado activo fixo. Deve ainda o analista certificar-se de que não houve alteração dos critérios valorimétricos ao longo do tempo. Caso tenha havido alguma alteração, a análise temporal perde qualidade. Devem também adicionar-se as existências que tenham desaparecido do balanço resultantes de operações *off-balance sheet*, pois não são mais do que estratégias de financiamento. Não se devem considerar nesta rubrica os adiantamentos por conta de compras, pois é irrelevante para a classificação se o preço está ou não fixado previamente. Para efeito de análise, devem decompor-se as existências nas suas diferentes categorias: Matérias-primas, subsidiárias e de consumo; Produtos e trabalhos em curso; Subprodutos, desperdícios, resíduos e refugos; Produtos acabados e intermédios; Mercadorias.

2. Adiantamentos a fornecedores – Devem incluir as contas de Adiantamentos por conta de compras e Adiantamentos a fornecedores, pois ambas são adiantamentos a fornecedores, independentemente de o preço ter sido ou não fixado previamente.

¹⁰ Este assunto será aprofundado no Capítulo XII.

¹¹ Resultados transitados e Reservas constituídas por incorporação de resultados. Estão a desprezar-se, neste caso, as Reservas de Reavaliação.

Note-se que quer as existências quer os adiantamentos a fornecedores não devem incluir as aplicações resultantes de aprovisionamentos estratégicos. Nesse caso, devem ser considerados activo fixo.

3. Clientes – Devem incluir as contas de Clientes c/c. Clientes com títulos a receber e Clientes de cobrança duvidosa. Alguns analistas tendem a eliminar as cobranças duvidosas, no entanto, chama-se a atenção para essa incorrecção quando se pretende analisar a situação financeira de uma empresa. Se se eliminar esta conta, irão manifestar-se menores necessidades de financiamento da exploração e prazos de recebimento menores, o que desvirtua a realidade. A eliminação dessas cobranças justifica-se, por exemplo, numa avaliação patrimonial, mas o analista financeiro não deve confundir os meios com os objectivos de análise. Devem, ainda, adicionar-se nesta rubrica as letras descontadas e não vencidas que, à semelhança dos outros instrumentos *off-balance sheet* sobre o circulante, procuram financiar as necessidades de exploração. Se o director financeiro não decidisse financiar-se através do desconto de letras, esse valor estaria, obviamente, na conta Clientes c/c/títulos a receber. De realçar ainda a possibilidade de a empresa poder descontar facturas através de *factoring*. A sociedade de *factoring*, nesse caso, mediante um prémio, adianta à empresa o valor da factura e substitui-se a ela na sua cobrança. Como se trata de um serviço financeiro, de modo a repor a realidade operacional, há que repor na conta de Clientes c/c o valor das facturas em *factoring* e considerar o adiantamento do *factoring* como um financiamento e o prémio pago como um custo financeiro.

4. Estado e outros entes públicos – Há analistas que tendem a apurar o saldo desta conta. No entanto, considerando que o grau de exigibilidade ao Estado é superior ao grau de liquidez, aconselha-se a considerar em separado a respectiva necessidade e recurso cíclico da exploração.

5. Outras dívidas de exploração a receber – Inclui a componente ligada ao ciclo de exploração de outros devedores e acréscimos e diferimentos.

Considerando a sofisticação recente do financiamento à exploração, de modo a separar claramente a eficiência da gestão operacional da gestão financeira, o analista financeiro deve procurar saber quais os instrumentos *off-balance sheet* utilizados pela empresa no exercício, pois qualquer elemento do activo circulante pode sofrer uma operação deste tipo.

Por exemplo, empresas de obras de longa duração (v.g. construção civil e obras públicas, construção naval) podem recorrer ao *assignment* das obras em curso. Este esquema consiste em «vendas» parciais da obra em curso a uma instituição financeira em função da progressão da mesma. Desta forma, a empresa assegura o equilíbrio do fluxo de caixa durante a fase de realização da obra. O esquema, normalmente, prevê que, uma vez concluída a obra, a empresa tome de novo a sua posse, desde que pague os adiantamentos processados e os juros resultantes da operação.

Também se podem encontrar operações de *off-balance sheet* sobre os produtos acabados através de vendas artificiais. O artificialismo resulta de o contrato de venda à instituição compradora ter uma cláusula de opção de recompra do produto

numa data futura. O preço de recompra é, obviamente, maior do que o preço de venda artificial para remunerar o «comprador» do empenhe de capital durante esse período. Por contrapartida do activo, o instrumento financeiro utilizado deve ser classificado em passivo de acordo com o prazo da dívida.

TESOURARIA ACTIVA

Diz respeito aos activos líquidos e quase líquidos. Inclui, por isso, Depósitos bancários e caixa, Títulos negociáveis e os valores não considerados nas rubricas anteriores de Outros devedores e Acréscimos e diferimentos.

Sempre que se esteja a analisar uma empresa do grupo, o valor das contas Empresas do grupo, Empresas participadas e participantes e Outros accionistas pode ser considerado tesouraria líquida, se a entidade em causa tiver um bom nível de liquidez e houver poder de decisão sobre essa dívida a receber. Numa empresa dominada, pelo contrário, por mera regra de precaução na análise, o analista externo terá tendência a considerá-la como um activo fixo.

A conta Subscritores de capital representa o capital subscrito ainda por realizar. Para a análise de tesouraria tem sentido a sua consideração como tesouraria activa, caso seja um valor a receber a curto prazo, pois não resulta de decisões operacionais, mas sim de decisões financeiras e estratégicas. No entanto, para análise da rendibilidade do capital próprio, veremos que teria mais sentido deduzi-la àquele capital, pois ainda não representa, de facto, uma origem de fundos. A conta Subscritores de capital tem mais um cariz jurídico do que financeiro. O capital próprio em termos reais de funcionamento é o mesmo, pelo que há que anular o respectivo movimento contabilístico.

Os Acréscimos de proveitos representam proveitos do exercício que não têm ainda documentação vinculativa, mas são, do ponto de vista económico-financeiro, uma dívida a receber. Quanto à conta Custos diferidos, mais uma vez, por razões de prudência, o analista externo, face à falta de informação que tem quanto à sua contabilização, tende a deduzi-la ao Capital próprio¹².

De referir que, de acordo com a DC 28 – Impostos sobre Rendimento – o balanço deve passar a reconhecer os activos por impostos diferidos de todas as diferenças temporárias dedutíveis, desde que se espere que venham a existir lucros fiscais no futuro que possibilitem a recuperação dessas diferenças. Ora, para o analista financeiro, esta é uma situação típica de custos diferidos que devem ser deduzidos ao valor do capital próprio.

Já em relação aos impostos correntes sobre lucro, a DC 28 refere que a quantia em dívida do imposto corrente do período ou de períodos anteriores deve ser reconhecida como passivo e no caso de a quantia entregue (através de pagamentos por conta ou de retenções na fonte) exceder o imposto corrente, o excesso deve ser reconhecido como activo. Nesse caso, estaremos perante uma conta típica de Tesouraria Activa, na hipótese de a recuperação do imposto se fazer no prazo máximo de um ano, ou de um Activo Fixo, se a recuperação do valor for superior a esse prazo.

No que respeita aos títulos negociáveis, convém confirmar se os mesmos são de facto líquidos ou facilmente convertíveis em dinheiro. Caso contrário, deverão ser

¹² Este procedimento deve ser evitado, sobretudo se os montantes envolvidos tiverem algum significado. Nesse caso, é aconselhável a obtenção de informação adicional sobre o seu conteúdo.

reclassificados em activo fixo. Deve ainda o analista financeiro comparar os preços de mercado dos títulos à data do balanço com o preço contabilizado. Enquanto a contabilidade se rege pelo princípio da prudência, o analista financeiro tem de analisar a situação financeira, pelo que deve tomar em consideração o preço de mercado.

CAPITAL PRÓPRIO

Utiliza-se frequentemente na análise financeira a noção Fundos Próprios em vez de Capitais Próprios, para não confundir com a noção contabilística de capitais próprios. É frequente incluírem-se nalgumas versões de capitais próprios as contas correntes de sócios ou accionistas, os empréstimos por títulos de participação, as obrigações convertíveis e parte das provisões para riscos e encargos.

As contas de sócios ou accionistas (Empresas do grupo, associadas e restantes accionistas) constituem, por vezes, uma fonte de financiamento importante. É também frequente esses sócios ou accionistas comprometerem-se expressamente, em geral a pedido de um banco, a não exigirem o reembolso antes de certo prazo. Compreende-se, por isso, que alguns analistas assemelhem este valor a capitais próprios. Também é verdade que alguns bancos exigem como garantia o próprio património dos sócios, sobretudo em PME, o que pode contrariar a ideia aparente de que estas empresas funcionam com capitais próprios reduzidos ou insuficientes.

Os empréstimos por títulos de participação, embora sejam, de facto, uma dívida (capital alheio), podem, em certa medida, ser equiparados a fundos próprios, por duas características fundamentais:

- em caso de falência, só serão reembolsados após todas as outras dívidas;
- na remuneração, apesar de terem uma parte de remuneração fixa, a outra depende normalmente do lucro ou de outro indicador de actividade.

Relativamente às Provisões para riscos e encargos, deve ser cuidadosamente analisada a razão de ser da sua constituição, pois algumas podem equiparar-se a reservas e, nesse caso, devem ser consideradas nos capitais próprios.

Do ponto de vista financeiro, os fundos próprios devem representar os fundos à disposição da empresa para aplicação no período em análise. Deve, por isso:

- deduzir-se ao valor de balanço a conta Subscritores de capital, que representa capital por realizar;
- deduzir aos Resultados líquidos o montante que vai ser, ou foi, afecto para distribuição. Os lucros a distribuir são, por isso, uma dívida a Accionistas ou Sócios.

Como as acções (ou quotas) próprias já estão no balanço contabilístico a deduzir ao capital próprio, significa que, após estas correcções, passa-se a ter o valor do capital integralmente realizado pelos accionistas (ou sócios, no caso da sociedade por quotas) e restantes fundos equiparados a próprios.

Como já se referiu, o analista externo, para obter um balanço de cariz financeiro, tende a deduzir ao balanço contabilístico a conta Custos diferidos que seja de médio

e longo prazo. Mas, por outro lado, deve adicionar-lhe os subsídios a fundo perdido registados na conta Proveditos diferidos — subsídios para investimentos e outros proveditos diferidos a médio e a longo prazo.

CAPITAL ALHEIO ESTÁVEL

Devem incluir-se nesta classe todas as dívidas de médio e longo prazo, ou que, sendo contabilisticamente classificadas como de curto prazo, têm uma tendência para se manterem estáveis, excepto as que resultem do ciclo de exploração (v.g. Fornecedores de exploração, Estado e outros entes públicos). Assim, por exemplo, estarão os empréstimos por obrigações, por títulos participativos, bancários, fornecedores de imobilizado, etc., que sejam a médio/longo prazo.

As contas Empresas do grupo, participadas e participantes, devem considerar-se estáveis desde que se esteja a fazer a análise financeira da empresa dominante (pois as dominantes, ao terem poder de decisão sobre as suas devedoras, poderão decidir manter indefinidamente o débito). Se se estiver a analisar a empresa dominante, as dívidas para com as empresas dominantes deverão considerar-se Tesouraria Passiva, desde que não explícitas no contrato as condições de reembolso.

Devem ainda considerar-se nesta rubrica as rendas mediatas (de médio prazo) do contrato de locação financeira referente ao reembolso de capital.

De referir que também devem ser consideradas como passivo as dívidas contingenciais, sendo frequentemente registadas na conta Provisões para Riscos e Encargos.

Face à evolução da economia e do interesse com o ambiente, será de referir a DC 29, de 5 de Junho de 2002, que realça que devem ser reconhecidos, mensurados e divulgados os dispêndios de carácter ambiental, enquanto passivos potencialmente resultantes de transacções e acontecimentos que afectem, ou sejam susceptíveis de afectar, a posição financeira e os resultados da empresa.

RECURSOS CÍCLICOS

Compreendem as contas resultantes das decisões enquadradas no ciclo de exploração, que geram de forma automática recursos financeiros. Os recursos cíclicos podem decompor-se da seguinte forma:

1. Adiantamento de clientes — Inclui as contas relativas a Adiantamentos por conta de vendas e Adiantamentos de clientes, pois ambas são adiantamentos de clientes, independentemente do facto de o preço ter sido ou não fixado previamente. Note-se que as suas capacidades de financiamento do ciclo de exploração são em tudo idênticas.
2. Fornecedores — Inclui as contas de balanço: Fornecedores c/c, Fornecedores facturas em recepção e conferência e Fornecedores títulos a pagar. Convém que o analista faça um juízo sobre o valor normal desta conta, certificando-se de que não há atrasos de pagamento por dificuldades financeiras. Caso existam atrasos, o analista deve avaliar o seu montante e reclassificá-los como Tesouraria Passiva.
3. Estado e outros entes públicos — Representa as dívidas ao Estado resultantes da exploração. Não inclui impostos sobre os lucros porque esses são de exploração,

pois também dependem do nível de endividamento adoptado. É, por isso, um financiamento fornecido pelo Estado resultante dos prazos de pagamento dos impostos e relacionados com a exploração. As dívidas consagradas nesta classe devem ser estritamente as normais de exploração. Qualquer dívida em atraso deve ser reclassificada em Tesouraria Passiva.

4. Outros credores de exploração – Tais como dívidas a sindicatos, consultores, assessores e intermediários, e ainda alguns diferimentos de despesas, tais como seguros a liquidar, remunerações a liquidar, rendas de instalações, etc.

TESOURARIA PASSIVA

Diz respeito ao passivo imediato ou quase imediato que resulte de decisões de financiamento. Tem-se, assim, os empréstimos por obrigações, empréstimos por títulos de participação, empréstimos bancários, outros empréstimos obtidos e outros credores e os acréscimos e diferimentos que não sejam de exploração (vg. relacionadas com o financiamento de imobilizado, relacionados com prémios de emissão, etc.).

Mais uma vez se põe a questão da reclassificação para empresas em grupo ou de dívidas para com accionistas. Uma dívida para com um sócio (ou accionista) mesmo que em princípio seja de curto prazo, pode ter uma característica de estabilidade, pois a situação pode ir exigindo o não levantamento pelo sócio ou accionista. O mesmo se passa com empresas em grupo¹³. Nestes casos, reclassificam-se estas contas (empresas interligadas, restantes empresas do grupo, outros accionistas) na classe CAPITAL ALHEIO ESTÁVEL.

Devem considerar-se tesouraria passiva as rendas imediatas (de curto prazo) referentes a reembolso de capital do contrato de locação financeira. A parte restante da prestação deve ter sido considerada custo financeiro.

Também as letras descontadas não vencidas devem ser adicionadas aqui, para contrabalançar a reclassificação feita no activo. Deste modo, fica claro que esta foi mais uma forma adoptada para financiamento da actividade.

Os Acréscimos de custos são encargos a pagar e, portanto, são tesouraria passiva, se forem de curto prazo e não afectos à exploração.

Em relação aos impostos correntes sobre lucros, a DC 28 refere que a quantia em dívida do imposto do período ou de períodos anteriores deve ser reconhecida como passivo. Tratando-se de um valor a pagar no prazo máximo de 12 meses, será considerado pelo analista financeiro como tesouraria Passiva. Se o pagamento for de prazo superior, então, será um passivo a médio e longo prazo.

Já no que respeita aos passivos por impostos diferidos, são registados nas contas de acréscimos e diferimentos, mas, não sendo um pagamento a efectuar a curto prazo, não pode ser considerado Tesouraria Activa. Nesse caso, pode tratar-se de um passivo a médio e longo prazo se, efectivamente, se tratar de uma dívida real, ou pode ser até uma reserva oculta, sendo, assim, numa perspectiva de análise financeira, ainda uma rubrica do capital próprio, enquanto não houver lugar à liquidação do respectivo imposto e ele se tornar corrente.

¹³ Vide comentário feito às empresas dominantes e dominadas feito anteriormente na rubrica «Capital Alheio Estável» pág. 101.

A estruturação do balanço funcional fundamenta-se nos trabalhos empíricos realizados por Bertoneche e Viallet (1982) e Hawawini, Viallet e Vora (1984) e na sua adaptação feita a Portugal pelos formadores de finanças do CIFAG/IPE, que, em 1985, era constituído pelo Dr. Eduardo Medeiros e por mim próprio, e que contou com a colaboração do Professor do INSEAD, Herwig Langohr. Daí que estudos empíricos resultou um balanço, que designámos por funcional, baseado nos ciclos financeiros e no princípio do equilíbrio financeiro de que recursos estáveis devem financiar aplicações estáveis, e que empréstimos de curto prazo devem cobrir necessidades de tesouraria.

- Algumas críticas se podem formular em relação a esta forma de tratar o balanço:
- é extremamente difícil reclassificar as rubricas do balanço em função do ciclo respectivo mas isso resulta da falta de sensibilidade dos normalizadores contabilísticos para as questões das finanças e da gestão;
 - a obrigatoriedade de relação entre recursos e aplicações vem contrariar o princípio de que «o dinheiro não tem olhos», pois o conjunto dos recursos financia o conjunto das aplicações;
 - é extremamente difícil a classificação de recurso estável, pois alguns empréstimos de curto prazo podem ser estáveis se regularmente renovados, mas correm o risco de não o serem;
 - as operações de off-balance sheet são difíceis de detectar quando não existe obrigatoriedade de as apresentar nos anexos ao balanço.

Apesar destas críticas, o balanço funcional exposto é perfeitamente ajustado e fundamentado na teoria e na evidência empírica para que seja efectuada uma análise financeira adequada.

Temos visto que há analistas que propõem uma classificação adicional (activo e passivo extra-exploração) mas essa proposta, pelo que temos conhecimento da literatura internacional, não passou do conceito normativo, pois não se encontram estudos empíricos que fundamentem essa separação. Também devemos dizer que, do ponto de vista prático, não lhe encontramos qualquer utilidade. Diria mesmo que nos parece incorrecto considerar que a parte das dívidas de médio e longo prazo que passam para curto prazo ou as regularizações fiscais sejam consideradas como necessidades em fundo de maneio não afecto à exploração. Sendo estas dívidas a pagar a curto prazo, serão certamente uma Tesouraria Passiva. As únicas rubricas que, eventualmente, possam ter fundamento para estarem nas necessidades de financiamento permanente são os dividendos e os impostos s/lucros que tendem a ser efectivamente recorrentes. No entanto, os estudos empíricos disponíveis não os distinguiram como tendo qualquer relação com o volume de negócios. Como é fácil de entender, a nossa posição é a de que não bastam argumentos teóricos para nos levar a alterar os procedimentos. É preciso que essa teoria seja testada e confirmada ou rebatida, através de estudo empírico, que é uma das bases de evolução da ciência financeira.

Demonstração de Resultados para Análise Financeira (Custo Variável e Fixo, Informação por Segmentos)

Pela importância que reveste para a gestão o conhecimento do comportamento dos custos, deve ser feito um esforço interno no sentido de identificar os custos variáveis e os custos fixos, passando a ter-se, para efeitos de análise, uma demonstração de resultados a custo variável. A classificação de um custo em relação a um segmento de actividade (produto, região, departamento, etc.) conduz também à identificação dos custos directos e indirectos.

A demonstração de resultados a utilizar para efeitos de análise de um segmento deve, então, ser a demonstração de resultados a custo variável evoluído¹⁴:

Quadro 4.7 — Demonstração de Resultados por Segmentos

	SEGMENTOS			
	A	B	C	TOTAL
VENDAS	X	X	X	X
- CUSTOS VARIÁVEIS DIRECTOS	X	X	X	X
= MARGEM DE CONTRIBUIÇÃO BRUTA	X	X	X	X
- CUSTOS FIXOS DIRECTOS	X	X	X	X
= MARGEM DE CONTRIBUIÇÃO LÍQUIDA	X	X	X	X
- CUSTOS FIXOS INDIRECTOS				
= RESULTADOS OPERACIONAIS				

Como é natural, os custos fixos indirectos não se conhecem por segmento de actividade, não se devendo fazer imputações, como é o hábito tradicional dos contabilistas, pois estas são puramente subjectivas e distorcem por completo os elementos de análise. Se não existir publicação de contas por segmento, o analista externo só pode analisar a empresa do ponto de vista global. Deve utilizar, nesse caso, a demonstração de resultados a custo variável:

Quadro 4.8 — Demonstração de Resultados a Custo Variável

VENDAS	X
- CUSTOS	X
= MARGEM DE CONTRIBUIÇÃO	X
- CUSTOS FIXOS	X
= RESULTADOS OPERACIONAIS	X
+ RESULTADOS FINANCEIROS	X
= RESULTADOS CORRENTES	X
+ RESULTADOS EXTRAORDINÁRIOS	X
= RESULTADOS ANTES DE IMPOSTOS	X
- IMPOSTOS SOBRE LUCROS	X
= RESULTADO LÍQUIDO	X

¹⁴ É a demonstração de resultados em que se distinguem custos variáveis e custos fixos, bem como custos directos e indirectos. Este conceito de análise é desenvolvido em Jordan, Neves e Rodrigues (1999), *O Controlo de Gestão ao Serviço da Estratégia e dos Gestores*, 3.ª edição, Áreas Editores.

A dificuldade do analista externo (ou do analista interno, na ausência de contabilidade analítica adequada) está em classificar os custos por natureza da demonstração de resultados POC, em variáveis e fixos. Este trabalho deverá ser feito caso a caso, podendo fazer-se os comentários que se seguem.

CUSTOS VARIÁVEIS

O custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas é, claramente, um custo variável. Caso se prefira trabalhar com os proveitos não afectados de variação de produção, deve, então, deduzir-se essa variação ao custo das matérias consumidas.

Outros custos variáveis devem incluir os fornecimentos e serviços externos, impostos e outros encargos operacionais que, sendo definidos caso a caso, se verificam que terem um comportamento variável em relação à actividade. Poderá utilizar-se a regressão linear para identificar as rubricas que têm maior correlação com as vendas ou a produção (Apêndice 4.1).

CUSTOS FIXOS

As despesas com pessoal, salvo raras excepções, são, no contexto português, um custo fixo. No caso de existirem pagamentos de indemnizações, devem reclassificar-se como custo extraordinário.

Outros custos fixos serão os fornecimentos e serviços externos, impostos e outros custos que não foram considerados como variáveis.

As amortizações devem ser as amortizações do imobilizado corpóreo e incorpóreo, pois são custos de exploração.

As provisões incluem as provisões líquidas de utilização relacionadas com o ciclo de exploração (clientes e existências).

RESULTADOS FINANCEIROS

Os resultados financeiros resultam da diferença entre os proveitos financeiros e os custos financeiros.

RESULTADOS EXTRAORDINÁRIOS

Os resultados extraordinários não são mais do que a diferença entre os Proveitos e ganhos extraordinários com Custos e perdas extraordinárias.

Nos casos em que não esteja clara a formulação dos subsídios à exploração como complemento do preço de venda, será de reclassificá-los como extraordinário.

Devem incluir-se nesta rubrica os custos que tenham sido contabilizados como operacionais, mas que tenham uma natureza económica extraordinária, como é o caso das indemnizações ao pessoal, provisões excepcionais para pensões ou outras não afectas à exploração.

DO POC AO BALANÇO FUNCIONAL

Ativo	Balanço contábilístico	Tratamento para análise financeira		Balanço funcional
	Dividas de terceiros de m/ prazo	transferir para	Ativo Fixo	Ativo Fixo
	Adiantamentos a fornec. de imobilizado	considerar como «Adiantamento por conta de imobilizado»	Ativo Fixo	Ativo Fixo
	Adiantamentos por conta de existências	Existências, Act. circulante	considerar como «Adiantamentos a fornecedores»	Ativo Cíclico
	Letras descontadas não vencidas	Fora do balanço	Repór em «Clientes» e por contrapartida «empréstimos bancários c/ prazo»	Ativo Cíclico e Tesouraria Passiva
	Clientes em factoring	Fora do balanço	Repór em «Clientes» e por contrapartida «empréstimos bancários c/ prazo»	Ativo Cíclico e Tesouraria Passiva
	Subscritores de capital	Ativo circulante	Deduzir por contrapartida do capital social, por causa da análise de renibilidade	menos TA e Capital Próprio
	Estado e outros entes públicos:			
	IRC	Ativo circulante	Os pagamentos por conta deveriam estar a deduzir ao «Estado menos Tesouraria Activa e Passiva	
	IVA a recuperar (de exploração)	Ativo circulante	considerar como	Ativo Cíclico
Outros	IVA a recuperar (de investimentos)	Ativo circulante	Se for pedido o reembolso do IVA	Tesouraria Activa
	Outras situações e outros impostos	Ativo circulante	Consoante o prazo previsto de recuperação	Ativo Fixo ou Tesouraria Activa
	Outros devedores	Ativo circulante	Consoante o prazo e se é ou não de exploração	Conforme o caso
	Custos diferidos		Consoante o prazo e se é ou não de exploração:	
	Relacionados com FSE	Acréscimos e diferimentos	De exploração	Ativo Cíclico
	Relacionados com juros, câmbios, etc.	Acréscimos e diferimentos	Não é operacional mas financeiro (se for de curto prazo)	Tesouraria Activa
	Relacionados com imobilizações em curso	Acréscimos e diferimentos	F. uma aplicação a m/ prazo	Ativo Fixo
	Outros		Consoante o prazo e se é ou não de exploração	Conforme o caso
	Acréscimos de proveitos			
	Relacionados com vendas e clientes	Acréscimos e diferimentos	De exploração	Ativo Cíclico
Capital próprio e passivo	Balanço contábilístico	Tratamento para análise financeira		Balanço funcional
	Resultados líquidos	Capital próprio	Os dividendos são uma dívida aos acionistas no curto prazo	Tesouraria Passiva
	Provisões para riscos e encargos	Provisões para riscos e encargos	Em geral, têm características de dívida potencial. Consoante o prazo, algumas podem ter características de reservas ocultas	Capital Próprio m/ prazo
	Adiantamentos por conta de vendas	Passivo c/ prazo	considerar como «Adiantamentos de clientes»	Passivo Cíclico
	Fornecedores em mora	Passivo c/ prazo	já não fazem parte do ciclo de exploração	Tesouraria Passiva
	Estado e OEPs em mora	Passivo c/ prazo	já não fazem parte do ciclo de exploração	Tesouraria Passiva
	Acréscimos de custos		Consoante o prazo e se é ou não de exploração:	
	Relacionados com FSE e Pessoal	Acréscimos e diferimentos	De exploração	Passivo Cíclico
	Relacionados com juros, câmbios, etc.	Acréscimos e diferimentos	Não é operacional mas financeiro	Tesouraria Passiva
	Outros		Consoante o prazo e se é ou não de exploração	Conforme o caso
Demonstração de Resultados	Indemnizações ao pessoal	Custos operacionais	Se não tiver continuidade deve ser considerado extraordinário	Custos extraordinários
	Provisões do exercício	Custos operacionais	natureza mais extraordinária do que recorrente	Custos extraordinários
	Por natureza	Custos e proveitos por natureza	Detalhe dos custos por natureza, análise da relação com os proveitos operacionais	Custos variáveis e fixos
Por natureza	Balanço contábilístico	Tratamento para análise financeira		Balanço funcional
	Dividas de terceiros de m/ prazo	transferir para	Ativo Fixo	Ativo Fixo
	Adiantamentos a fornec. de imobilizado	considerar como «Adiantamento por conta de imobilizado»	Ativo Fixo	Ativo Fixo
	Adiantamentos por conta de existências	Existências, Act. circulante	considerar como «Adiantamentos a fornecedores»	Ativo Cíclico
	Letras descontadas não vencidas	Fora do balanço	Repór em «Clientes» e por contrapartida «empréstimos bancários c/ prazo»	Ativo Cíclico e Tesouraria Passiva
	Clientes em factoring	Fora do balanço	Repór em «Clientes» e por contrapartida «empréstimos bancários c/ prazo»	Ativo Cíclico e Tesouraria Passiva
	Subscritores de capital	Ativo circulante	Deduzir por contrapartida do capital social, por causa da análise de renibilidade	menos TA e Capital Próprio
	Estado e outros entes públicos:			
	IRC	Ativo circulante	Os pagamentos por conta deveriam estar a deduzir ao «Estado menos Tesouraria Activa e Passiva	
	IVA a recuperar (de exploração)	Ativo circulante	considerar como	Ativo Cíclico

DO POC AO BALANÇO FUNCIONAL

Capital próprio e passivo	Balanço contábilístico	Tratamento para análise financeira		Balanço funcional
	Resultados líquidos	Capital próprio	Os dividendos são uma dívida aos acionistas no curto prazo	Tesouraria Passiva
	Provisões para riscos e encargos	Provisões para riscos e encargos	Em geral, têm características de dívida potencial. Consoante o prazo, algumas podem ter características de reservas ocultas	Capital Próprio m/ prazo
	Adiantamentos por conta de vendas	Passivo c/ prazo	considerar como «Adiantamentos de clientes»	Passivo Cíclico
	Fornecedores em mora	Passivo c/ prazo	já não fazem parte do ciclo de exploração	Tesouraria Passiva
	Estado e OEPs em mora	Passivo c/ prazo	já não fazem parte do ciclo de exploração	Tesouraria Passiva
	Acréscimos de custos		Consoante o prazo e se é ou não de exploração:	
	Relacionados com FSE e Pessoal	Acréscimos e diferimentos	De exploração	Passivo Cíclico
	Relacionados com juros, câmbios, etc.	Acréscimos e diferimentos	Não é operacional mas financeiro	Tesouraria Passiva
	Outros		Consoante o prazo e se é ou não de exploração	Conforme o caso
Demonstração de Resultados	Indemnizações ao pessoal	Custos operacionais	Se não tiver continuidade deve ser considerado extraordinário	Custos extraordinários
	Provisões do exercício	Custos operacionais	natureza mais extraordinária do que recorrente	Custos extraordinários
	Por natureza	Custos e proveitos por natureza	Detalhe dos custos por natureza, análise da relação com os proveitos operacionais	Custos variáveis e fixos
Por natureza	Balanço contábilístico	Tratamento para análise financeira		Balanço funcional
	Dividas de terceiros de m/ prazo	transferir para	Ativo Fixo	Ativo Fixo
	Adiantamentos a fornec. de imobilizado	considerar como «Adiantamento por conta de imobilizado»	Ativo Fixo	Ativo Fixo
	Adiantamentos por conta de existências	Existências, Act. circulante	considerar como «Adiantamentos a fornecedores»	Ativo Cíclico
	Letras descontadas não vencidas	Fora do balanço	Repór em «Clientes» e por contrapartida «empréstimos bancários c/ prazo»	Ativo Cíclico e Tesouraria Passiva
	Clientes em factoring	Fora do balanço	Repór em «Clientes» e por contrapartida «empréstimos bancários c/ prazo»	Ativo Cíclico e Tesouraria Passiva
	Subscritores de capital	Ativo circulante	Deduzir por contrapartida do capital social, por causa da análise de renibilidade	menos TA e Capital Próprio
	Estado e outros entes públicos:			
	IRC	Ativo circulante	Os pagamentos por conta deveriam estar a deduzir ao «Estado menos Tesouraria Activa e Passiva	
	IVA a recuperar (de exploração)	Ativo circulante	considerar como	Ativo Cíclico

Para além das decisões de gestão que têm efeito sobre os resultados operacionais, o gestor deverá tomar decisões sobre a estrutura financeira, isto é, sobre a forma de financiamento do activo: capitais próprios e alheios. No que respeita aos capitais próprios, tem de definir o volume e tipo de acções em que se subdivide o capital social. Quanto aos capitais alheios, tem de fazer escolhas sobre o volume a curto, médio ou longo prazo e o tipo de estrutura da dívida. Estas decisões de carácter financeiro poderão ser favoráveis do ponto de vista da rentabilidade, desde que o custo do capital alheio seja inferior à rentabilidade do activo, mas induzem, necessariamente, um risco adicional sobre a rentabilidade dos capitais próprios – o risco financeiro. Nesta análise, recorre-se, normalmente, quer a elementos de Balanço, com o fim de estudar a estrutura das origens e aplicações, quer a elementos de Demonstração de Resultados, para estudar o impacto daquelas decisões financeiras sobre a rentabilidade e a volatilidade dos resultados líquidos.

A ANÁLISE PATRIMONIAL DO EQUILÍBRIO FINANCEIRO

Como se viu anteriormente, esta concepção patrimonial decompõe o balanço da seguinte forma:

ACTIVOS	CAPITAIS PRÓPRIOS
	CAPITAIS ALHEIOS

Fig. 8.1 – O balanço patrimonial.

A análise é assim vocacionada para o estudo da capacidade que a empresa tem de satisfazer as suas obrigações de pagamento nas datas em que estas se tornam exigíveis. Faz-se o estudo da liquidez, em que esta significa disponibilidade de dinheiro e possibilidade de o obter com facilidade, a fim de se poder satisfazer os compromissos que se vencem a curto prazo.

Para esta análise, os financeiros desenvolveram os conceitos de grau de liquidez e exigibilidade, agrupando as rubricas de balanço em função desse grau:

- activo fixo: activos com grau de liquidez fraco. Inclui os imobilizados corpóreos e incorpóreos, os investimentos financeiros e as dívidas de terceiros a médio e longo prazo. A sua transformação em dinheiro é lenta e sempre superior a um ano;
- activo circulante: activos de elevado grau de liquidez. Inclui as disponibilidades, os títulos negociáveis, as dívidas de terceiros a curto prazo e as existências que se transformam em dinheiro num prazo inferior a um ano;
- capital permanente: são capitais com grau de exigibilidade reduzida. Capitais próprios que não têm exigibilidade e dívidas cuja data de vencimento são a mais de um ano de vista da data do balanço;
- capital circulante (ou passivo circulante): dívidas com elevado grau de exigibilidade. Todas as dívidas a terceiros a curto prazo. As datas de vencimento ocorrem no período máximo de um ano.

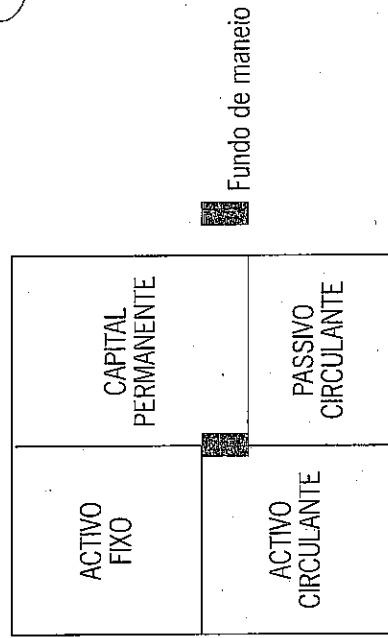


Fig. 8.2 – O balanço tradicional.

Como o capital (ou passivo) circulante representa obrigações que a empresa tem no prazo de um ano e o activo circulante os direitos de propriedade e créditos que se transformam em dinheiro no prazo de um ano, a teoria tradicional da análise financeira conclui que a empresa estará equilibrada a curto prazo desde que:

Activo circulante > Passivo circulante

ou de outra forma:

Activo Circulante – Passivo Circulante > 0

Esta diferença é conhecida como Fundo de Maneio:

$$\text{Fundo de Maneio} = \text{Activo Circulante} - \text{Passivo Circulante} > 0$$

Em vez desta análise ser feita em valores absolutos, é costume recorrer-se ao rácio:

$$\frac{\text{Activo circulante}}{\text{Passivo circulante}} > 1$$

que não é mais do que o rácio de liquidez que se estudou no Capítulo V. Seguindo o princípio anterior de que o Fundo de Maneio deveria ser positivo para garantir a liquidez, então o rácio de liquidez deveria apresentar-se superior a 1. Na análise tradicional, utilizam-se normalmente os rácios de liquidez estudados no Capítulo V.

Sabendo que o 1.º membro do balanço tem de igualar o 2.º, facilmente se deduz que o fundo de maneio também se pode calcular da seguinte forma:

$$\text{Fundo de Maneio} = \text{Capitais Permanentes} - \text{Activo Fixo}$$

A conclusão de que o fundo de maneio tem de ser positivo para a empresa estar equilibrada parte de premissas falsas. A análise é demasiadamente estática, pois parte do princípio de que a actividade da empresa pára, o que é contrário com o princípio contabilístico da continuidade dos exercícios em que assenta o balanço. Assim, a maior parte dos analistas são hoje unânimes em reconhecer que o nível do fundo de maneio adequado está dependente de diversas variáveis, entre as quais se distinguem a natureza e o volume de actividade.

A teoria tradicional em que estes tipos de análise se baseiam evita estabelecer regras fixas que ditem a estrutura e composição do balanço, indicando, no entanto, alguns princípios orientadores:

1. O equilíbrio estará tanto mais assegurado quanto maior for o capital próprio e menor o alheio. Deste último, se estiver a médio e longo prazo, tanto melhor para o equilíbrio;
2. Verifica-se tanto mais equilíbrio quanto mais os capitais permanentes cobrirem os imobilizados e outros activos de carácter permanente;
3. Quanto maior a rendibilidade do capital total em relação ao juro a pagar ao capital alheio, tanto melhores as condições de equilíbrio a prazo.

A verificação do 1.º princípio pode fazer-se naturalmente através dos rácios de endividamento e estrutura do endividamento³:

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Capital alheio}}{\text{Capital total}}$$

$$\text{Estrutura do endividamento} = \frac{\text{Capital alheio de curto prazo}}{\text{Capital alheio}}$$

Analisando as três empresas do Quadro 8.1, e seguindo o princípio estabelecido anteriormente, a empresa A estaria numa condição de maior estabilidade financeira do que a B ou a C, pois tem um endividamento mais reduzido. Por outro lado, B terá maior pressão de tesouraria a curto prazo do que C, pois apesar de ter um endividamento semelhante, 90% dessa dívida vence-se a curto prazo.

Quadro 8.1 – Rácios de Endividamento de Três Empresas

	A	B	C
Endividamento	0,30	0,70	0,70
Estrutura do endividamento	0,90	0,90	0,20

O 2.º princípio leva normalmente à análise do fundo de maneio, da liquidez ou, em alternativa, à cobertura do imobilizado.

O 3.º princípio conduz à análise da rendibilidade e do efeito de alavanca financeira, que mais adiante se estudará detalhadamente.

No fundo, a teoria tradicional estabelece que se a estrutura financeira da empresa se apresentar consistente e se estiver, simultaneamente, garantida a rendibilidade em comparação com o custo do capital alheio, a empresa reúne condições de estabilidade.

³ Na prática, alguns analistas preferem utilizar o rácio de solvibilidade:

$$\text{Solvibilidade} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Capital alheio}}$$

Em alternativa, utilizam-se muitas vezes outros rácios com o mesmo fim de análise de solvibilidade:

$$\text{Autonomia financeira} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Activo}} ; \frac{\text{Activo}}{\text{Capital alheio}} ; \text{Debt to Equity} = \frac{\text{Capital alheio}}{\text{Capital próprio}}$$

Na linguagem financeira, a análise da solvibilidade significa verificar se a empresa tem activos que lhe possibilitem o pagamento das dívidas e responsabilidades assumidas para com terceiros. Caso contrário, dir-se-á que a empresa está falida.

CRÍTICA À TRADICIONAL ANÁLISE DA LIQUEZ

A noção de equilíbrio financeiro é fundamental para a análise da estabilidade da empresa⁴. Mas esse não é mais do que o «ajustamento dos fluxos financeiros»⁵. Se este ajustamento é conseguido, a empresa está em condições de satisfazer a todo o momento as dívidas que se vencem, mantendo um certo volume de disponibilidades. O equilíbrio financeiro resulta, por isso, da harmonização entre os tempos de transformação dos activos em dinheiro e o ritmo de transformação das dívidas em exigível.

Esta lógica levou os financeiros a criarem a regra do equilíbrio financeiro mínimo, em que «os capitais utilizados por uma empresa para financiar uma imobilização, uma existência ou outro activo, devem permanecer à sua disposição durante um tempo que corresponda, pelo menos, à duração dessa imobilização, existência ou outro activo»⁶. No entanto, consideram-na insuficiente por existirem elementos circulantes «cuja rotação de transformação em disponibilidades é muito lenta, quando comparada com a transformação em exigibilidade das dívidas a curto prazo»⁷.

Desta forma, nasce a noção de fundo de maneo como «margem de segurança constituída pelo excedente dos activos circulantes em relação às dívidas de curto prazo»⁸. Segundo a teoria tradicional, «o fundo de maneo é um indicador do equilíbrio financeiro, com interesse não só relativamente à solvibilidade no momento de cálculo, mas sobretudo em relação à solvibilidade futura»⁹. No entanto, a rapidez das modificações de estrutura do activo circulante e passivo circulante vem moderar a garantia de equilíbrio financeiro que a existência de fundo de maneo positivo parece oferecer.

Em termos de conceito, parece ficar claro que o fundo de maneo é a «fracção de capital necessária ao financiamento do ciclo de exploração»¹⁰, mas o seu cálculo, ao ser feito pela diferença entre o activo circulante e o passivo circulante, não pode representar as necessidades de financiamento do ciclo de exploração, pois as rubricas de base ao cálculo incluem valores ligados a decisões relacionadas com o ciclo de exploração e o ciclo de financiamento.

Surge assim a necessidade de uma metodologia que encare o equilíbrio financeiro em conexão com as decisões ligadas ao ciclo financeiro – Exploração, Investimento e Financiamento.

A ANÁLISE FUNCIONAL DO EQUILÍBRIO FINANCEIRO

O tratamento do equilíbrio financeiro deve fazer-se através da análise do balanço funcional descrito em detalhe no Capítulo IV. Para além da classificação do ciclo financeiro nos seus subciclos, convém ainda distinguir os seguintes níveis decisoriais:

- a) A política geral da empresa (decisões estratégicas) e os efeitos dessa política sobre a estrutura financeira;

- b) As políticas operacionais e o seu efeito sobre as necessidades de financiamento do ciclo de exploração.

Para ser possível esclarecer a influência destas políticas sobre os fluxos de caixa e o equilíbrio financeiro, será necessário, como se viu no Capítulo IV, estruturar o balanço funcional em três componentes:

- a) O fundo de maneo funcional;
- b) As necessidades de financiamento do ciclo de exploração (ou necessidades de fundo de maneo);
- c) A tesouraria líquida.

O FUNDO DE MANEIO FUNCIONAL

O fundo de maneo funcional é apurado pela diferença entre os capitais permanentes e o activo fixo depois de o balanço ter sofrido as reclassificações referidas no Capítulo IV.

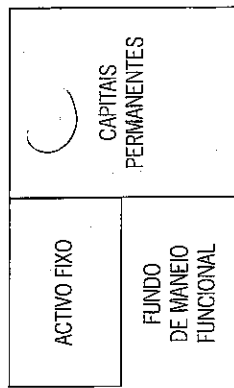


Fig. 8.3 – O fundo de maneo funcional.

O conceito utilizado por este método é muito mais interessante do ponto de vista financeiro. Neste sentido, o fundo de maneo funcional é o saldo dos fluxos acumulados relativos à política geral e à estratégia financeira:

- a) Os capitais permanentes são os recursos estáveis determinados pela política de financiamento, como o aumento de capital social, os excedentes criados e não distribuídos e os empréstimos a m/l prazo. Inclui as chamadas operações de capital;
- b) O activo fixo resulta das aplicações de investimento que são função das decisões de investimento.

O fundo de maneo funcional (quando positivo) representa, por isso, a parte de fundos estáveis que financia o ciclo de exploração. Se o seu valor for negativo, significa que parte dos fundos não estáveis estão a financiar activos fixos, o que, por si só, é um factor de risco.

Neste modelo de análise, as Aplicações de Investimento coincidem com a noção patrimonial de activo fixo. Quanto aos Recursos Estáveis, incluem os capitais próprios e alheios pouco ou nada exigíveis, o que não coincide exactamente com a noção

⁴ Rogério Fernandes Ferreira, *A Gestão Financeira I*, Lisboa, Universidade Católica Portuguesa, 1982, p. 157.

⁵ Pierre Conso, *A Gestão Financeira das Empresas*, Porto, Rés Editora, Coleção Espiral, 1979, p. 156.

⁶ George Depallens, *Gestion Financière de L'entreprise*, 5ª Ed., Paris, Éditions Sirey, 1974, p. 193.

⁷ Ibidem.

⁸ Ibidem, p. 194.

⁹ P. Conso, op. cit., p. 156.

¹⁰ M. Rorinache e C. Viallet. «Une nouvelle approche de l'analyse financière», Insead/Cedep, 1982, p. 2.

contabilística de médio prazo, pois pode haver empréstimos de curto prazo pouco exigíveis (como se refere na reclassificação do balanço funcional, há que considerar a relação entre os sócios e associadas, bem como empréstimos de carácter renovável, como capitais de financiamento estáveis).

A noção de fundo de maneo funcional não se deve confundir, por isso, com a de fundo de maneo patrimonial porque são distintas e, apesar de a expressão ser semelhante, não deve induzir em erro.

Adoptando esta concepção, o Fundo de Maneio Funcional pode ser um instrumento de avaliação do impacto da estratégia financeira sobre o nível de segurança da empresa.

AS NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO (NFM)

A noção de necessidades em fundo de maneo está ligada à necessidade de financiamento do ciclo de exploração.

O ciclo de exploração exige uma série de meios financeiros para executar os pagamentos das despesas operacionais, antes ainda de se obter o recebimento do cliente:

- Pagamento a fornecedores de matérias-primas, mercadorias e outros materiais;
- Pagamento ao pessoal;
- Pagamento de fornecimentos e serviços diversos.

É por isso necessário ter assegurado um determinado montante de dinheiro antes de lançar um ciclo de fabricação.

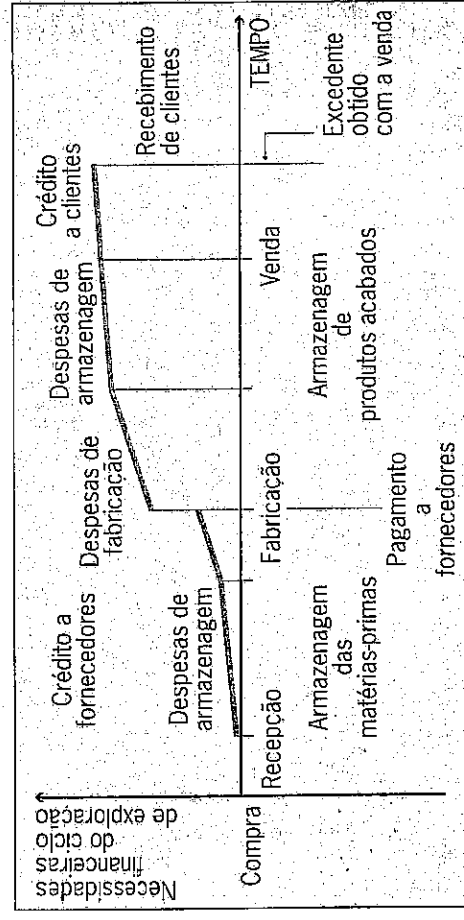
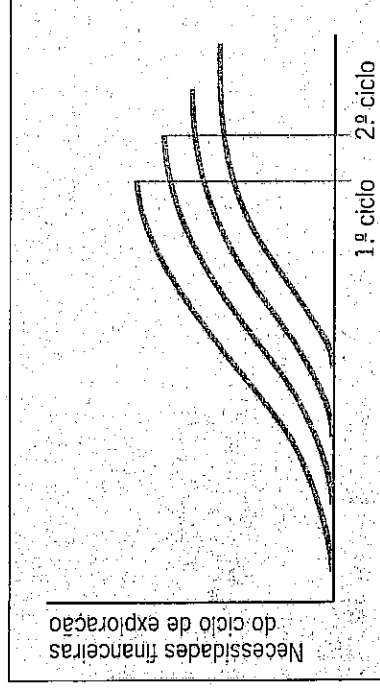


Fig. 8.4 – A sobreposição dos ciclos.

Além disso, a empresa arranca com o 2.º ciclo de exploração quando ainda não obteve o recebimento dos clientes do 1.º ciclo, e assim por diante.



Adaptação dos gráficos de A. Chevalier e G. Richoux: «Le fonds de roulement: un concept dépassé?», Banque, n.º 45, Dez. 1984, pp. 1235-1234

Fig. 8.5 – As necessidades financeiras do ciclo de exploração de uma empresa industrial.

A sobreposição dos ciclos faz com que o financiamento do ciclo de exploração tenha um carácter permanente. No entanto, em actividades sazonais ou dependentes da conjuntura, pode haver uma necessidade de financiamento desse ciclo que, ao ser sazonal ou conjuntural, não será obviamente uma necessidade permanente.

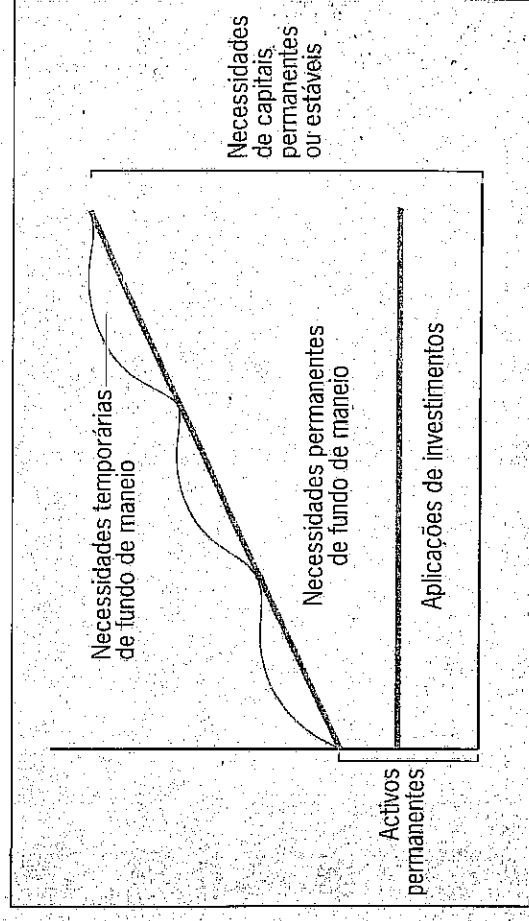


Fig. 8.6 – Evolução das NFM em período de crescimento.

As necessidades de fundo de manio subdividem-se assim em:

- necessidades estruturais de fundo de manio, que resultam da actividade normal da empresa;
- necessidades temporárias de fundo de manio, resultantes de factores sazonais ou conjunturais, sendo, por isso, esporádicas.

As necessidades de fundo de manio (NFM) representam, quando o seu valor é positivo, as necessidades de financiamento do ciclo de exploração. Caso o seu valor seja negativo, representam excedentes financeiros do ciclo de exploração.

O nível das NFM (e o facto de serem positivas ou negativas) depende do sector em que a empresa actua, das práticas de gestão do negócio, da tecnologia empregue, do volume de negócios e da gestão global ao nível do ciclo de exploração:

- Sectores económicos com ciclos de exploração longos (caso normal das indústrias pesadas) têm necessidades de fundo de manio fortemente positivas, enquanto sectores económicos com tempos de fabricação e armazenagem curtos têm naturalmente menores NFM. Se, cumulativamente, essas empresas obtiverem os recebimentos com prazos inferiores aos pagamentos (caso da distribuição), podem encontrar-se situações de NFM negativas;
- Os hábitos e costumes na concessão de créditos dentro de um sector, e até de uma economia, são outras condicionantes extremamente importantes para a gestão do ciclo financeiro;
- Também a tecnologia empregue e a organização em geral podem conduzir a maior ou menor eficiência na produção e gestão das existências, quer em termos de tempo, quer de custo;
- O esforço desenvolvido pela empresa no sentido de obter melhores condições de recebimento e pagamento, e de maior eficiência ao nível das compras, produção e distribuição, terá reflexos sobre o volume das necessidades de financiamento do ciclo de exploração.

As NFM são, por isso, um meio de avaliação financeira dos esforços da gestão operacional.

Em termos de cálculo, as NFM definem-se pelo saldo das contas relativas ao ciclo de exploração: Compra, Produção e Distribuição.

Como se viu no Capítulo IV, aquando da elaboração do Balanço Funcional (Quadro 4.4), as Necessidades em Fundo de Manio resultam da diferença entre as Necessidades Cíclicas e os Recursos Cíclicos.

As Necessidades Cíclicas são constituídas pelas seguintes contas:

- Existências (EX);
- Clientes (CL);
- Adiantamentos a Fornecedores (AdF);
- Estado e Outros Entes Públicos a Receber (ER);
- Outros Devedores de Exploração (ODE).

Os Recursos Cíclicos são resultantes das contas de:

- Fornecedores (F);
- Adiantamentos de Clientes (AdC);
- Estado e Outros Entes Públicos a Pagar (EP);
- Outros Credores de Exploração (OCE).

Assim, as Necessidades em Fundo de Manio são:

$$NFM = \underbrace{(EX + CL + AdF + ER + ODE)}_{\text{Necessidades Cíclicas}} - \underbrace{(F + AdC + EP + OCE)}_{\text{Recursos Cíclicos}}$$

Deve notar-se que, para calcular as NFM a partir do balanço, são necessários alguns ajustamentos. Como se referiu no Capítulo IV, os outros instrumentos *offbalance sheet*, as existências com fim especulativo e o excesso dos débitos e créditos de exploração relativamente ao volume considerado normal são valores que dependem de decisões financeiras ou estratégicas e, por isso, fora do ciclo de exploração.

Esses ajustamentos deverão ser integrados na tesouraria líquida, ou nas aplicações de investimento e respectivos recursos estáveis, consoante os casos.

TESOURARIA LÍQUIDA

O balanço funcional identifica para o 1.º membro:

- O activo fixo ou aplicações de investimento (AF), que resultam das decisões estratégicas sobre elementos do activo;
- As necessidades cíclicas (NC), como aquelas que resultam directamente do ciclo de exploração;
- A tesouraria activa (TA), que resulta de decisões sobre rubricas do activo, independentemente do ciclo de exploração.

Para o 2.º membro específica:

- Os capitais estáveis (CE), resultantes da estratégia financeira e dos objectivos de segurança e rentabilidade;
- Os recursos cíclicos (RC), aqueles financiamentos espontâneos resultantes da exploração;
- A tesouraria passiva (TP), que resulta de decisões de financiamento de curto prazo, independentemente do ciclo de exploração.

A relação fundamental do balanço é, por isso:

$$AF + NC + TA = CE + RC + TP$$

Reordenando esta fórmula pelo agrupamento das contas ligadas às decisões estratégicas e ao ciclo de exploração tem-se:

$$TA - TP = (CE - AF) - (NC - RC)$$

A partir das definições de fundo de maneio funcional (FMF) e necessidades de fundo de maneio (NFM), e sendo a Tesouraria líquida (TRL) a diferença entre tesouraria activa e passiva, tem-se:

$$TRL = FMF - NFM$$

Esta relação quantifica e caracteriza de uma forma mais rigorosa a definição de equilíbrio financeiro — «Investimentos permanentes devem ser financiados por fontes permanentes e investimentos temporários por fontes temporárias»¹¹.

Como o FMF é a parte de fundos permanentes que ficam disponíveis para financiar outros investimentos permanentes (que não imobilizado) e como as NFM são investimento de carácter permanente, então, conclui-se que existe equilíbrio financeiro se o FMF for suficiente para financiar as NFM, ou seja:

$$FMF - NFM \geq 0$$

e como $TRL = FMF - NFM$, então o equilíbrio financeiro exige que:

$$TRL \geq 0$$

A Tesouraria líquida da empresa não é, pois, afectada por qualquer decisão financeira de curto prazo, tal como reembolsar um empréstimo bancário de curto prazo considerado não renovável, recorrer a um empréstimo para melhorar as disponibilidades, colocar disponibilidades em títulos negociáveis, etc., além de evidenciar a complexidade de inter-relação na tomada de decisão que conduz ao equilíbrio (desequilíbrio) financeiro. Tomando em consideração os diferentes níveis de gestão (estratégica, operacional, financeira) e as rubricas do balanço funcional (FMF, NFM, TRL), é possível construir o seguinte quadro, que sintetiza aquela complexidade:

Quadro 8.2 — Balanço Funcional e Níveis de Gestão

NÍVEIS DE GESTÃO	BALANÇO FUNCIONAL		
	FMF	NFM	TRL
ADMINISTRAÇÃO	Decisão e coordenação	Coordenação	Coordenação
OPERACIONAL	Conselho e execução	Decisão e execução	—
FINANCEIRA	Conselho e execução	Conselho	Decisão e execução

¹¹ Petty et al., Basic Financial Management, 2nd ed., Ingleswood Cliffs, N. J., Prentice Hall, 1980, p. 125.

A gestão estratégica é responsável pela coordenação global dos recursos da empresa, bem como a única a decidir sobre tudo o que envolva o médio/longo prazo (decisão de investimentos e respectivos financiamentos). Assim, ao nível do fundo de maneio, as direcções operacionais e a direcção financeira limitam-se a aconselhar e a pôr em execução os planos aprovados.

Os responsáveis operacionais poderão, relativamente aos projectos de investimento, estudar o mercado e a tecnologia mais adequada no domínio tecnológico e, aquando da sua aprovação, serão no plano técnico os responsáveis por levar a bom termo a sua execução.

A direcção financeira, no que diz respeito aos projectos de investimento, basear-se-á em análises económico-financeiras para dar o seu parecer de viabilidade e interesse estratégico da decisão. Relativamente às decisões financeiras, têm o dever de estudar as formas mais económicas e de as pôr em execução quando aprovadas.

As decisões que respeitam às necessidades de fundo de maneio são da responsabilidade operacional (comerciais, produção, aprovisionamento, etc.), se bem que a direcção financeira contribua com análises, aconselhamento e controlo dessa política, tendo em conta as repercussões que esta tem ao nível de tesouraria, área que lhe compete gerir e sob a qual tem normalmente autonomia (dentro de determinados limites, é claro).

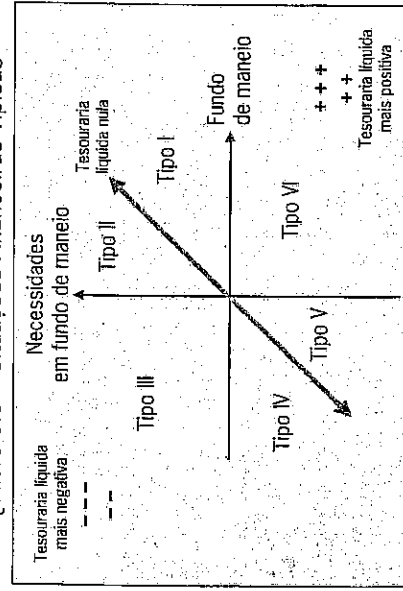
Face às inter-relações expostas entre áreas funcionais, é natural, por isso, que alguns conflitos de interesses ressaltem da gestão operacional e financeira (v.g. prazo médio de recebimentos em relação aos comerciais, nível de existências em relação à área de produção e à área comercial, etc.).

Em resumo, a noção de TRL fornece uma informação sobre a situação de liquidez «muito mais significativa do que os indicadores tradicionais do disponível»¹². Além disso, mostra que o equilíbrio financeiro é o resultado da política estratégica (FMF) e da política de gestão operacional (NFM).

SITUAÇÕES FINANCEIRAS TÍPICAS

Em função dos valores de Fundo de Maneio e de Tesouraria Líquida, é possível identificar seis estruturas financeiras básicas:

Quadro 8.3 — Situações Financeiras Típicas



Tipo I – Fundo de maneiio positivo com necessidades de fundo de maneiio positivo e tesouraria líquida positiva é a situação financeira normal com uma certa segurança.

Tipo II – Fundo de maneiio positivo com necessidades de fundo de maneiio superiores é uma situação financeira bastante frequente. A empresa financeira parte das necessidades cíclicas de carácter permanente com operações de tesouraria. Evidencia uma empresa em desequilíbrio financeiro apesar de ter um fundo de maneiio positivo. É um caso frequente nas empresas com grande volume de capital e com ciclo de exploração longo (v.g. construção naval).

Tipo III – Fundo de maneiio negativo com necessidades de fundo de maneiio positivo será uma situação financeira delicada, pois os capitais estáveis são insuficientes para financiar o activo fixo. A situação financeira é tanto mais delicada quanto maior o afastamento da origem. Isto é, quanto mais negativa for a tesouraria líquida.

Tipo IV – Fundo de maneiio negativo com necessidades de fundo de maneiio negativas e tesouraria negativa representa situações normalmente arriscadas, pois não apresentam liquidez nem garantia de segurança. Esta situação é por vezes encontrada em grandes cadeias de supermercados em *overtrading*.¹³

Tipo V – Fundo de maneiio negativo com necessidades de fundo de maneiio negativas e tesouraria positiva. Há que ter em conta o risco desta situação em caso de redução de actividade para um nível em que a exploração não consiga realizar meios face ao ritmo de exigibilidade das dívidas a pagar. Note-se que a não existência de fundo de maneiio não garante segurança.

Tipo VI – Fundo de maneiio positivo e necessidades de fundo de maneiio negativas, tendo, por isso, obrigatoriamente, tesouraria positiva. As necessidades em fundo de maneiio negativas são resultado de um ciclo de exploração favorável – rápida rotação de existências e recebimentos mais rápidos do que os pagamentos. Eventualmente, pode acontecer que o Fundo de Maneio seja exagerado, sendo possível fazer aplicações de capital a mais longo prazo com rendibilidades mais atractivas.

8.2 A Análise do Ciclo Financeiro de Exploração

Do estudo do Fundo de Maneio Funcional concluiu-se, segundo a regra do equilíbrio financeiro mínimo, que os capitais estáveis (próprios e alheios) deveriam financiar as aplicações de investimento (corpóreo, incorpóreo e financeiro) e

a parte das necessidades resultantes do ciclo de exploração com característica permanente. A tesouraria deveria, assim, financiar exclusivamente as necessidades temporárias do ciclo de exploração.

Viu-se que as necessidades de fundo de maneiio (ou de financiamento do ciclo de exploração) resultam da diferença entre as necessidades cíclicas e os recursos cíclicos:

$$\text{Necessidades em fundo de maneiio (NFM)} = \text{Necessidades Cíclicas (NC)} - \text{Recursos Cíclicos (RC)}$$

em que:

$$\text{Necessidades Cíclicas (NC)} = \text{Clientes (CL)} + \text{Existências (EX)} + \text{Adiantamentos a Fornecedores e por conta de compras (AdF)} + \text{Estado e Outros Entes Públicos a Receber (ER)} + \text{Outros Devedores de Exploração (ODE)}$$

$$\text{Recursos Cíclicos (RC)} = \text{Fornecedores (F)} + \text{Adiantamentos a Clientes e por conta de vendas (AdC)} + \text{Estado e Outros Entes Públicos a Pagar (EP)} + \text{Outros Credores de Exploração (OCE)}$$

Nesta análise das necessidades de fundo de maneiio, convém ainda detalhar as existências nas suas componentes:

$$\text{Existências (EX)} = \text{Existências Matérias-primas (MP)} + \text{Existências Produtos e Trabalhos em Curso (PTC)} + \text{Existências Subprodutos e Resíduos (SR)} + \text{Existências Produto Acabado (PA)} + \text{Existências Mercadorias (MERC)}$$

Em síntese, as necessidades em fundo de maneiio são:

$$\text{NFM} = (\text{CL} + \text{MP} + \text{PTC} + \text{SR} + \text{PA} + \text{MERC} + \text{AdF} + \text{ER} + \text{ODE}) - (\text{F} + \text{AdC} + \text{EP} + \text{OCE})$$

Depois de vários estudos feitos em França sobre as necessidades em fundo de maneiio¹⁴, conclui-se que estas têm uma grande correlação com o volume de negócios. Para além disso, interessa conhecer quais as decisões que afectam as

¹⁴ François Mader, «Étude statistique du fonds de roulement», *Analyse Financière*, n.º 14, 3.º trim., 1973.
D. Putz e G. Le Hoye, «Étude statistique sur le fonds de roulement net nécessaire», *Analyse Financière*, n.º 19, 4.º trim., 1974.

¹³ Experimentum exagerado para as necessidades financeiras

G. A. Hawawini, C. Viallet e A. Vora, «Industry influence on firms investment in working capital: Theory and evidence», *Accounting, Management and Information Systems*, n.º 2, 1984.

necessidades em fundo de maneo. Para essa análise detalhada, passamos a dividir ambos os membros daquela equação por Volume de Negócios Médios Diários (VMD):

$$\frac{MFMD}{VMD} = \left(\frac{CL}{VMD} + \frac{EX}{VMD} + \frac{AdF}{VMD} + \frac{ER}{VMD} + \frac{ODE}{VMD} \right) - \left(\frac{F}{VMD} + \frac{AdC}{VMD} + \frac{EP}{VMD} + \frac{OCE}{VMD} \right)$$

O rácio referente às existências pode ainda ser decomposto nos vários tipos de existências:

$$\frac{EX}{VMD} = \frac{MP}{VMD} + \frac{PTC}{VMD} + \frac{SR}{VMD} + \frac{PA}{VMD} + \frac{MERC}{VMD}$$

Estas expressões permitem avaliar as Necessidades em Fundo de Maneo em termos de dias de vendas.

Analisando em detalhe o lado direito da equação, verifica-se que alguns dos rácios foram já apresentados no Capítulo V:

- CL/VMD é o rácio do prazo médio de recebimento;
- MP/VMD é um rácio de avaliação das necessidades de financiamento em dias de volume de negócios relativamente ao tempo de retenção das matérias-primas no armazém. As necessidades de financiamento desta parte do ciclo de exploração dependem, como é evidente, não só do volume de actividade e do tempo de retenção ou permanência em armazém, mas também da relação entre o preço de custo da matéria-prima e o preço de venda dos produtos acabados. Assim, este rácio pode ser decomposto em dois outros:

$$\frac{MP}{VMD} = \underbrace{\frac{MP}{CONSMID}}_{\text{Prazo em dias de venda}} \times \underbrace{\frac{CONSMID}{VMD}}_{\substack{\text{Tempo de} \\ \text{retenção}}}$$

em que $CONSMID$ representa os consumos médios diários de matérias-primas. Claramente se conclui que as necessidades financeiras resultantes serão tanto menores quanto menor a Permanência das Matérias-primas em Armazém e quanto menor o Peso das Matérias na estrutura do preço de venda (ou de outra forma, quanto maior a margem, menores as necessidades de financiamento).

- PTC/VMD é o rácio que avalia as necessidades de financiamento em dias de volume de negócios, considerando, para isso, o tempo de fabricação do produto e o peso dos custos de produção no preço de venda dos produtos acabados. Assim, este rácio pode ser decomposto em dois outros:

$$\frac{PTC}{VMD} = \underbrace{\frac{PTC}{PRODMD}}_{\text{Prazo em dias de venda}} \times \underbrace{\frac{PRODMD}{VMD}}_{\substack{\text{Tempo de} \\ \text{retenção}}}$$

em que $PRODMD$ representa o custo de produção por dia

Tal como no caso anterior, conclui-se que as necessidades financeiras resultantes serão tanto menores quanto menor o ciclo de fabricação e quanto menor o peso do custo de produção no preço de venda (ou, de outra forma, quanto maior a margem, menores as necessidades de financiamento);

- PA/VMD é o rácio que avalia as necessidades de financiamento em dias de volume de negócios, considerando o tempo de permanência dos produtos acabados em armazém e o peso do custo de venda no preço de venda dos produtos acabados. Assim, este rácio pode ser decomposto em dois outros:

$$\frac{PA}{VMD} = \underbrace{\frac{PA}{CMDPV}}_{\text{Prazo em dias de venda}} \times \underbrace{\frac{CMDPV}{VMD}}_{\substack{\text{Tempo de} \\ \text{retenção}}}$$

em que $CMDPV$ representa o custo médio diário dos produtos vendidos. Tal como nos casos anteriores, conclui-se que as necessidades financeiras resultantes serão tanto menores quanto menor o tempo de permanência dos produtos acabados em armazém e quanto menor o custo dos produtos vendidos em relação ao preço de venda (ou, de outra forma, quanto maior a margem, menores as necessidades de financiamento).

- $MERC/VMD$ é o rácio que avalia as necessidades de financiamento em dias de volume de negócios, tendo em conta o tempo de permanência das mercadorias em armazém e o peso do custo de aquisição das mesmas no preço de venda dessas mercadorias. Também este rácio pode ser decomposto em dois outros:

$$\frac{MERC}{VMD} = \underbrace{\frac{MERC}{CMDMW}}_{\text{Prazo em dias de venda}} \times \underbrace{\frac{CMDMW}{VMD}}_{\substack{\text{Tempo de} \\ \text{retenção}}}$$

em que $CMDMW$ representa o custo médio diário das mercadorias vendidas. Mais uma vez se conclui que as necessidades financeiras resultantes são tanto menores quanto menor o tempo de permanência das mercadorias em armazém e quanto menor o preço de aquisição relativamente ao preço de venda (ou, de outra forma, quanto maior a margem, menores as necessidades de financiamento);

- AdF/VMD mede as necessidades de financiamento do ciclo de exploração resultantes dos adiantamentos feitos para obter fornecimentos. Decomposto o rácio, tem-se:

$$\frac{AdF}{VMD} = \underbrace{\frac{AdF}{CMD}}_{\text{Prazo em dias de venda}} \times \underbrace{\frac{CMD}{VMD}}_{\substack{\text{Tempo médio} \\ \text{de adiantamento}}}$$

sendo CMD as compras médias diárias.

Conclui-se que as necessidades financeiras resultantes do ciclo de exploração serão tanto maiores quanto maior o prazo médio de adiantamentos e quanto menor a margem;

- EP/VMD é o rácio que mede em dias de volume de negócios as necessidades de financiamento de impostos a recuperar do Estado resultantes da exploração (v.g. IVA);
- ODE/VDM é o rácio que mede em dias de volume de negócios as necessidades de financiamento dos Outros Devedores de Exploração. Normalmente, este rácio tem um valor pouco significativo, não afectando a análise, mesmo que seja desprezado;
- F/VMD é o rácio que mede o recurso cíclico em dias de volume de negócios resultante do prazo de pagamento concedido pelos fornecedores e das margens com que a empresa trabalha. Assim, o rácio pode ser decomposto em:

$$\underbrace{F/VMD}_{\text{Prazo em dias de venda}} = \underbrace{F/CMD}_{\text{Prazo médio de pagamentos}} \times \underbrace{CMD/VMD}_{\text{Peso das compras no preço de venda}}$$

Facilmente se conclui que, para além do volume de actividade, os recursos cíclicos resultantes desta componente serão tanto maiores quanto maior for o prazo médio de pagamento e menor o peso das compras na estrutura das vendas.

- AdC/VMD mede os recursos obtidos espontaneamente do ciclo de exploração em dias resultantes dos adiantamentos obtidos dos clientes a fim de efectuar as vendas. Conclui-se que estes recursos financeiros resultantes do ciclo de exploração serão tanto maiores quanto maior o prazo médio de adiantamentos dos clientes.
 - EP/VMD é a medida de financiamento do ciclo de exploração em dias de volume de negócios por parte do sector público administrativo. Também é possível decompor este rácio em duas componentes - prazo médio de pagamento dos impostos ao Estado e peso que os impostos representam no volume de actividade:
- $$\underbrace{EP/VMD}_{\text{Prazo em dias de venda}} = \underbrace{EP/IMD}_{\text{Prazo médio de pagamento ao Estado}} \times \underbrace{IMD/VMD}_{\text{Peso dos impostos no volume de negócios}}$$
- IMD são os impostos médios diários, sejam eles custo da empresa ou retidos a outras empresas ou trabalhadores.
 - OCE/VDM é o rácio que mede em dias de volume de negócios o grau com que os outros Credores de Exploração financiam o ciclo de exploração. É normal este rácio ser muito significativo para a análise.

Os rácios que acabam de ser apresentados permitem avaliar a duração média do ciclo financeiro de exploração em dias de volume de negócios e compreender a sua estrutura. O analista deve procurar estudar a evolução dessa estrutura e compreender o impacto da mesma sobre as necessidades de financiamento do ciclo de exploração e no equilíbrio financeiro da empresa.

Em síntese, pode concluir-se que as necessidades de financiamento do ciclo de exploração devem ser geridas da seguinte forma:

- reduzir os tempos de retenção das necessidades cíclicas;
- aumentar os tempos de retenção dos recursos cíclicos;
- aumentar as margens operacionais.

Alterações significativas no valor dos rácios de funcionamento apresentados e, por isso, no valor do ciclo financeiro de exploração em dias de volume de negócios, são sinal de mudanças na estrutura da gama de produtos, nos processos de fabricação, de introdução de novas tecnologias ou de novos sistemas de gestão. Podem também alterar-se por motivos alheios às decisões da empresa, nomeadamente a inflação.

Convém, no entanto, salientar uma vez mais que as conclusões sobre a existência, ou não, de equilíbrio financeiro não devem ser simplistas. As necessidades de financiamento do ciclo de exploração estão sujeitas a flutuações de curto prazo resultantes das variações sazonais da actividade.

8.3 Estratégias de Financiamento Face ao Risco

Durante muito tempo, o equilíbrio financeiro foi analisado em função do fundo de maneiio. Desde que o fundo de maneiio fosse positivo, admitia-se que a empresa estava equilibrada.

Mais recentemente, a análise funcional veio desmistificar esse conceito, introduzindo a noção de Tesouraria Líquida. Também esta nova análise admite de uma forma simplista que uma tesouraria líquida positiva é sinónimo de equilíbrio. Embora, em termos financeiros, esta análise seja mais avançada do que a anterior, não deixa, como todas as análises simplistas, de conter algumas incorrecções. Para que seja um instrumento útil à empresa, deve ser enquadrada na gestão geral da empresa e nos objectivos que esta persegue.

Pretende-se neste ponto demonstrar que:

- O princípio do equilíbrio financeiro não se verifica com uma tesouraria líquida positiva, mas, pelo contrário, com uma tesouraria líquida negativa ou nula;
- A estratégia de financiamento não deve ter em vista o cumprimento do princípio do equilíbrio financeiro, mas assumir-se de acordo com a estratégia da empresa e os objectivos globais que se pretendam atingir.

Desta forma, rever-se-á a noção de equilíbrio financeiro e a decomposição adequada do balanço para esta análise. Seguem-se a tipificação das estratégias e algumas conclusões sobre financiamento e risco.

O PRINCÍPIO DO EQUILÍBRIO FINANCEIRO

O princípio do equilíbrio financeiro mínimo aconselha que se financie um activo com um capital de maturidade (ou exigibilidade) compatível com a vida económica desse activo e respectiva capacidade de geração de fluxos de caixa.

Este princípio, baseado na segurança de liquidez, conduz a que, no mínimo, «Investimentos em activos permanentes deveriam ser financiados com origens de fundos permanentes e investimentos temporários com origens temporárias»¹⁵.

Coloca-se a questão de saber o que são origens e investimentos de carácter permanente e de carácter temporário.

Basicamente, tem-se classificado o activo fixo (AF) como a única aplicação permanente. No entanto, será conveniente verificar que existem necessidades cíclicas mínimas para um limite mínimo de actividade (necessidades cíclicas permanentes), tendo estas, por contrapartida, um recurso cíclico espontâneo (passivo cíclico permanente). A diferença entre aquelas necessidades e aqueles recursos é uma parte do activo económico, ou seja, as necessidades em fundo de maneo de carácter permanente (NFMP). São assim as NFM associadas à actividade mínima do ciclo de exploração, enquanto as necessidades em fundo de maneo com carácter temporário (NFMT) estão associadas às oscilações e variações daquele ciclo de exploração (sazonalidade).

Dessa forma, é possível distinguir no activo económico aplicações temporárias e permanentes:

- **temporárias:** necessidades temporárias em fundo de maneo (NFMT);
- **permanentes:** necessidades permanentes em fundo de maneo (NFMP) e o Activo fixo (AF).

Quanto aos financiamentos (ou recursos), tem sido aceite considerar-se como origem de fundos permanentes (ou capitais permanentes) o capital próprio e o capital alheio a médio e longo prazo, sendo, de facto, uma hipótese razoável, embora, como se sabe, os capitais alheios, tendo alguma estabilidade, não sejam totalmente permanentes.

Assim, recorrendo ao princípio do equilíbrio financeiro, os capitais permanentes financiariam o activo fixo, bem como as necessidades permanentes em fundo de maneo. Por contrapartida de balanceamento, as necessidades temporárias em fundo de maneo deveriam ser financiadas pelo endividamento a curto prazo. Note-se, então, que, desde que existam NFMT, a tesouraria líquida pode, ou antes, deve, segundo o princípio do equilíbrio financeiro, assumir valores negativos. Assim acontecera, desde que a tesouraria activa seja inferior à tesouraria passiva, passando a evidenciar um endividamento líquido de curto prazo (ENDL).

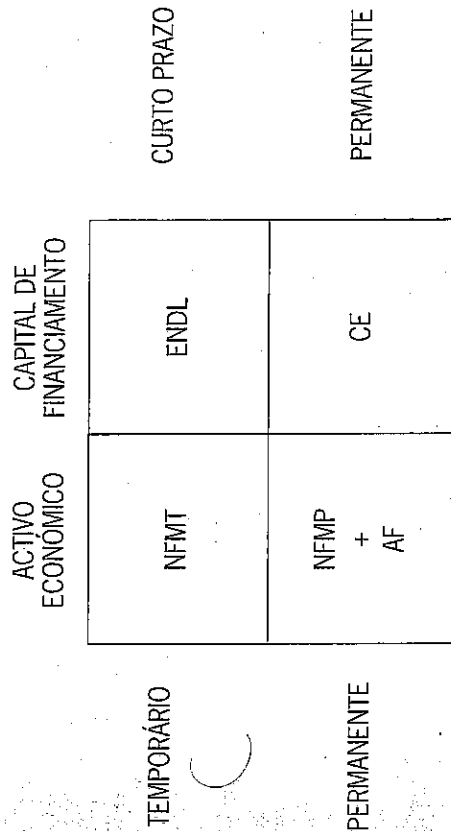


Fig. 8.7 – Balanço para análise do equilíbrio financeiro.

As conclusões anteriores são melhor evidenciadas através de alguns exemplos, como sejam:

a) O aumento das existências resultante da sazonalidade pode ser financiado com uma origem de curto prazo, de exigibilidade coerente com a fase de comercialização e recebimento da venda. Se, em vez disso, se financiasse com capital permanente, significaria que, após o recebimento da venda, a empresa passaria a uma fase de excesso de liquidez ($TRL > 0$). São duas estratégias financeiras diferentes, cada uma com as suas vantagens e inconvenientes, sob aspectos como sejam a capacidade de negociação, o risco de atraso do recebimento, a rendibilidade da operação e das aplicações alternativas, etc.

b) A aquisição de um equipamento ao preço de 200 mil euros, com capacidade de gerar anualmente um excedente monetário de 25 mil euros. Se o recurso financeiro fosse exclusivamente capital alheio com maturidade a um ano, concluir-se-ia que, no final do período, a empresa teria falta de liquidez, havendo que renovar o empréstimo. A recusa dos financiadores nessa renovação conduziria a empresa à insolvência. Embora o empréstimo a curto prazo pudesse conduzir a um custo financeiro inferior, o risco de insolvência aconselha a obtenção de um financiamento a longo prazo com o prazo mínimo de 8 anos.

ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO

As situações a) e b) anteriores encaram a gestão do financiamento na sua dualidade de risco – rendibilidade, enquadramento constante e necessário para uma gestão financeira saudável em ligação com os objectivos globais da empresa.

¹⁵ Petty et al., *Basic Financial Management*, 2nd ed., Ingleswood Cliffs, N. J., Prentice Hall, 1980, p. 125.

Se, por um lado, o princípio do equilíbrio financeiro conduz a que se aconselhe que o activo económico permanente seja financiado pelos capitais permanentes e o activo económico temporário por endividamento líquido a curto prazo, por outro lado, a tomada em consideração de outros factores, como os objectivos globais da empresa, a aversão do decisor ao risco ou a situação e previsão de evolução do meio ambiente económico-financeiro, poderá aconselhar outro princípio de financiamento.

Far-se-á, de imediato, a descrição das estratégias financeiras típicas no que respeita ao equilíbrio financeiro.

ESTRATÉGIA ORTODOXA

É utilizado, neste tipo de estratégia, o princípio tradicional de que o activo económico de carácter permanente deve ser financiado pelos capitais permanentes (CP = AEP), enquanto os activos temporários devem ser financiados com capitais de curto prazo.

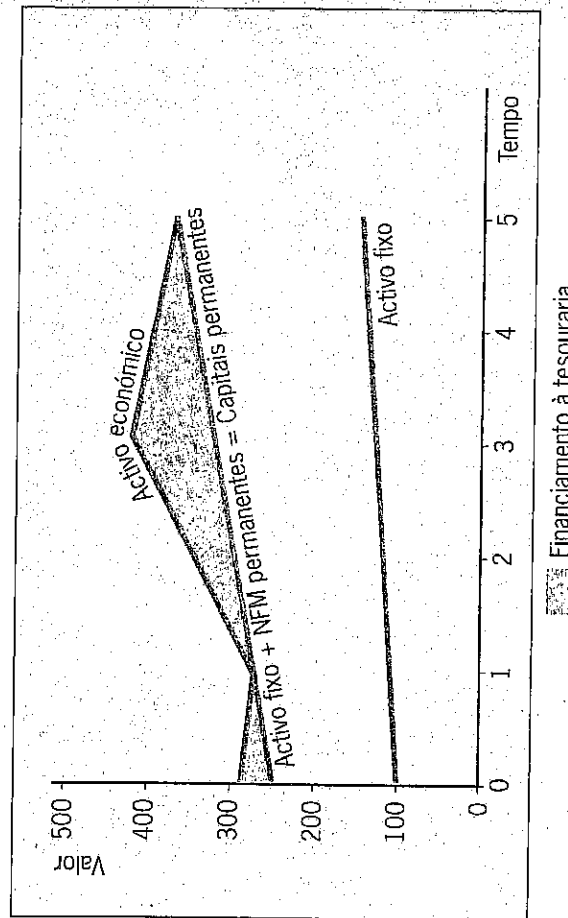


Fig. 8.8 – Estrutura financeira ortodoxa.

Nesta estratégia, a tesouraria líquida será nula na baixa do ciclo de exploração e negativa em qualquer outra altura ($TRL \leq 0$).

Daqui se demonstra que a exigência de tesouraria líquida positiva, dita pela análise do balanço funcional, não condiz com o princípio do equilíbrio financeiro mínimo.

Mais se conclui que uma empresa pode apresentar no balanço funcional uma tesouraria líquida negativa e estar equilibrada, bastando para tal que a data de balanço coincida com a fase alta da sazonalidade.

Esta é a estrutura financeira aconselhada pelo princípio do equilíbrio financeiro mínimo, visando um risco financeiro reduzido.

Assim, pode concluir-se que $TRL \geq 0$ é um indicador de equilíbrio financeiro, mas $TRL < 0$ não é imediatamente sinónimo de desequilíbrio financeiro.

ESTRATÉGIA DEFENSIVA

É fundamental, em qualquer estratégia financeira, uma adequação entre os momentos de exigibilidade dos passivos e de liquidez dos activos. Dessa forma, face à situação ambiental da empresa, aos objectivos de segurança que esta persegue, ou ainda ao carácter de personalidade dos seus gestores, pode procurar-se uma minimização daquele risco, financiando parte das necessidades temporárias com capitais permanentes.

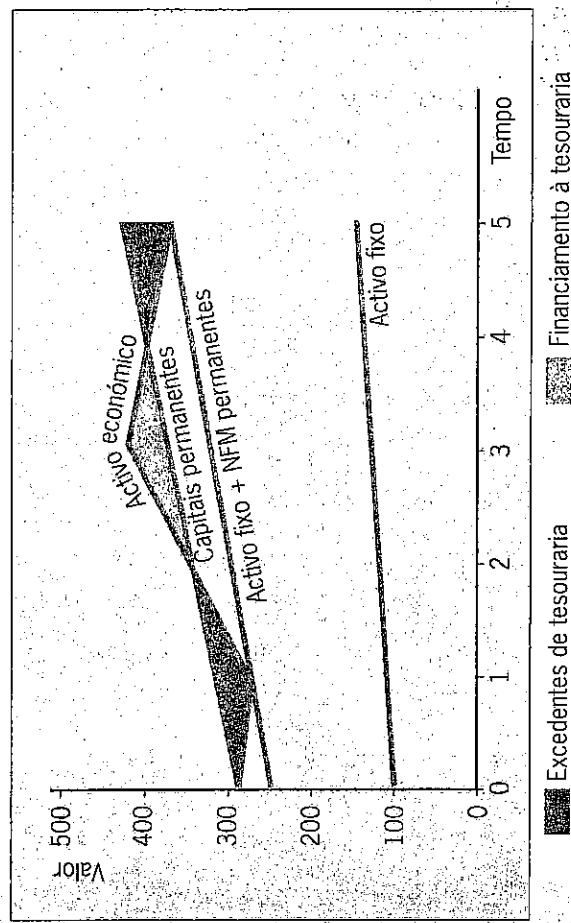


Fig. 8.9 – Estrutura financeira defensiva.

Com esta estratégia, os capitais permanentes são superiores ao activo económico permanente ($CP > AEP$), resultando, por isso, períodos de excesso de tesouraria ($TRL > 0$) e períodos de défice da mesma ($TRL < 0$).

Neste caso, tem-se a tesouraria líquida positiva durante todo o ciclo de exploração e nula na parte alta do mesmo ($TRL \geq 0$).

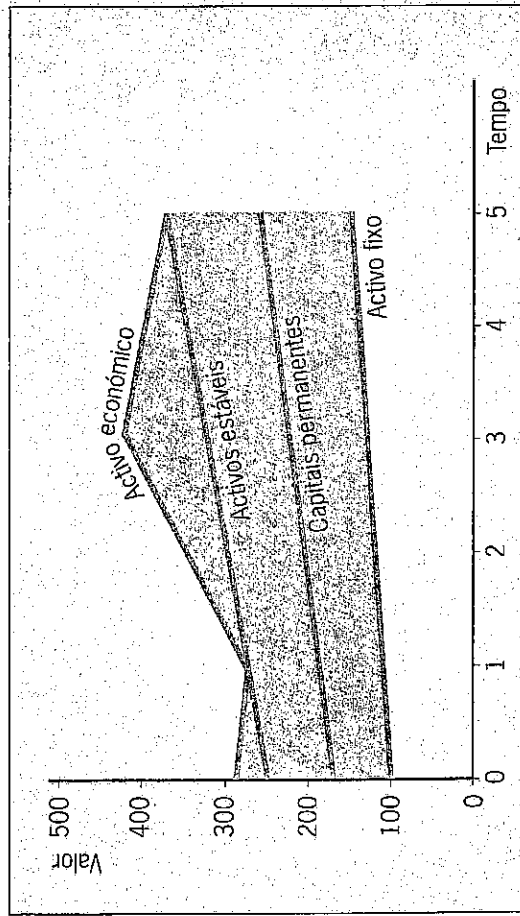
Portanto, esta estratégia financeira conduz a que haja períodos de excessos de tesouraria e períodos de défice, de modo que, para otimizar a rentabilidade dos capitais, o gestor financeiro deverá procurar oportunidades de aplicação a curto prazo para os períodos de excesso de fundos. Contrariamente, para os períodos de défice financeiro, procurará minimizar o custo dos capitais alheios.

O extremo desta estratégia acontece quando o activo económico, na fase alta do ciclo, estiver a ser financiado apenas por capitais permanentes.

ESTRATÉGIA AGRESSIVA

O endividamento a longo prazo é, normalmente, mais oneroso do que o de curto prazo. Há, por isso, toda a conveniência, do ponto da vista da rentabilidade, em dar, na estrutura financeira, preferência aos empréstimos de curto prazo.

Dentro dos limites de ajustamento dos fluxos monetários, esta estratégia conduz a que parte dos activos económicos permanentes sejam financiados por endividamento líquido a curto prazo, garantindo-se no mínimo o financiamento do activo fixo com capital permanente, isto é, um fundo de maneio positivo.



Financiamento à tesouraria

Fig. 8.10 – Estrutura financeira agressiva.

Nesta estratégia, a tesouraria líquida será continuamente negativa ($TRL < 0$), mas os capitais permanentes são suficientes para financiar o activo fixo ($CP > AF$). Esta é uma posição não conservadora e altamente agressiva, estando a empresa sujeita a problemas potenciais de não renovação de empréstimos.

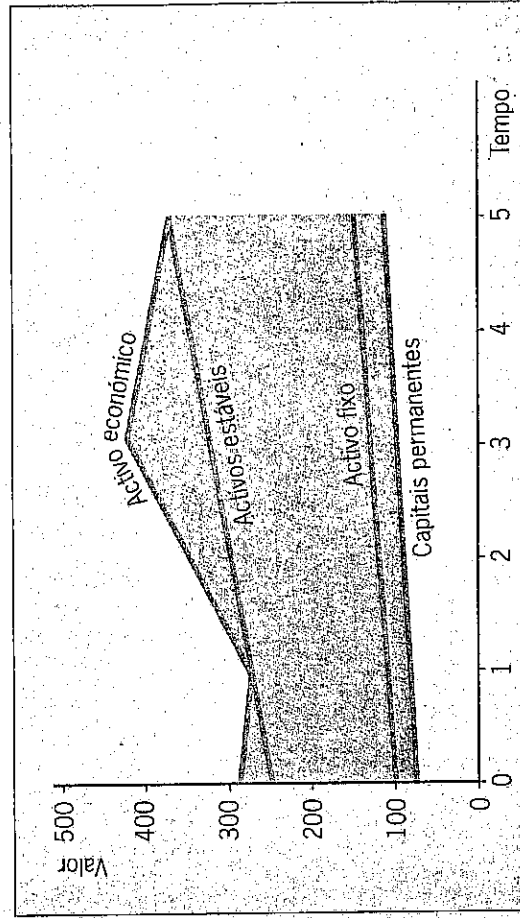
Este tipo de estratégia financeira poderá ser seguido sempre que os objectivos globais da empresa se centrem em torno da rentabilidade, e desde que o risco financeiro possa ser amortecido, por exemplo, através de:

- diversificação das fontes de financiamento;
- negociação a prazo de *plafonds* de crédito;
- volume de letras ainda não descontadas;
- etc.

ESTRATÉGIA ARRISCADA

A empresa entra numa zona de risco elevado quando os capitais permanentes são insuficientes para financiar o activo fixo ($CP < AF$) e, em simultâneo, apresenta tesouraria líquida negativa ($TRL < 0$).

Neste caso, a sua capacidade negocial é reduzida e a diversificação de fontes de financiamento praticamente impossível, sendo, pelo contrário, natural uma concentração das mesmas face à recusa dos credores em renovar os débitos.



Financiamento à tesouraria

Fig. 8.11 – Estrutura financeira arriscada.

8.4 Rátios de Tesouraria Líquida

A Tesouraria Líquida é apresentada em valor absoluto e, como se referiu no capítulo 5, a análise financeira deve fazer-se preferencialmente através de rácios. Procedemos à análise de uma sociedade de gestão imobiliária e os valores de tesouraria apurados foram os seguintes:

Quadro 8.4 – Análise do equilíbrio financeiro da Sociedade X

Análise do equilíbrio financeiro	Ano 1	Ano 2
Capitais permanentes	159.134	226.659
Activo fixo líquido	138.536	220.065
FUNDO MANEIO LÍQUIDO (FML)	20.598	6.594
Necessidades cíclicas	37.148	30.758
Recursos cíclicos	17.967	18.023
NECESSIDADES FUNDO MANEIO (NFM)	19.181	12.735
Tesouraria activa	11.865	5.060
Tesouraria passiva	10.447	11.201
TESOURARIA LÍQUIDA (TRL)	1.417	(6.141)

Assim, pode apenas dizer-se que os investimentos realizados, não sendo integralmente financiados com capitais permanentes, conduziram a que a Tesouraria Líquida passasse de uma situação positiva para uma situação negativa, mas não temos qual quer sensibilidade à grandeza dos números envolvidos.

Apesar de Bertoneche e Viallet (1982) terem proposto a Tesouraria Líquida como indicador de análise e de nós o termos adoptado desde 1985, não se vê ainda muito essa perspectiva em língua inglesa. O primeiro que conhecemos foi Hawawini e Viallet (2002). No entanto não usaram qualquer rácio para análise da Tesouraria Líquida.

Desse modo, depois de termos experimentado durante vários anos na nossa prática de consultoria dois rácios que se têm mostrado muito úteis para dar sensibilidade ao analista da importância do défice ou do excedente de Tesouraria Líquida, apresentamo-los e sugerimos a sua utilização pelos analistas financeiros.

Se a Tesouraria Líquida for positiva, propomos que o analista financeiro a compare com as despesas correntes:

$$\text{Excesso de Tesouraria Líquida em meses} = \frac{\text{Tesouraria Líquida}}{\text{Despesas Correntes}} \times 12$$

Deste modo, o rácio de análise do Excesso de Tesouraria Líquida em meses evidencia o número de meses em que a empresa poderá manter o pagamento de despesas correntes (despesas operacionais e despesas financeiras) sem actividade adicional de vendas.

Por despesas correntes entendem-se as seguintes:

Quadro 8.5 – Cálculo das despesas correntes

	Ano 1	Ano 2
Compras	290	447
Fornecimentos e serviços externos	11.213	15.111
Custos com o pessoal	3.029	3.624
Outros custos operacionais	1.312	1.791
Custos financeiros	2.564	4.573
Custos correntes	18.408	25.546

Se a Tesouraria Líquida for negativa, propomos que se compare, em valor absoluto, com o autofinanciamento corrente:

$$\text{Défice de Tesouria Líquida em meses} = \frac{\text{Tesouraria Líquida}}{\text{Autofinanciamento Corrente}} \times 12$$

Por autofinanciamento corrente entende-se o potencial de gerar anualmente meios libertos. Nesse caso, não deve ser tido em consideração o valor dos resultados dos extraordinários. Deve salientar-se que isso exige que se faça o ajustamento da poupança fiscal derivada dos resultados extraordinários. Assim, o Autofinanciamento Corrente pode calcular-se de um dos seguintes modos:

$$\text{Resultados Líquidos} + \text{Amortizações} + \text{Variação de Provisões} + \text{Resultados Extraordinários} \times (1 - t)$$

ou

$$\text{Resultados Correntes} (1 - t) + \text{Amortizações} + \text{Variação de Provisões}$$

em que t é a taxa efectiva de imposto sobre lucros.

Para a empresa que temos usado nesta secção, o seu autofinanciamento corrente é o seguinte:

Quadro 8.6 – Cálculo do autofinanciamento corrente

	Ano 1	Ano 2
Taxa de imposto sobre lucros:		
Resultados antes de impostos	14.206	13.066
Imposto sobre o rendimento	4.919	4.583
Taxa efectiva de imposto sobre lucros	34,6%	35,1%
Autofinanciamento corrente:		
Amortizações	5.952	9.009
Var. Provisões	343	1.053
Resultado Líquido	9.287	8.483
Resultados extraordinários	442	903
Autofinanciamento Corrente	15.293	17.959

O rácio de análise do Défice de Tesouraria Líquida em meses permite estimar o número de meses em que a empresa poderá auto-repor (isto é, por geração de meios internos) a Tesouraria Líquida, assumindo-se a continuidade e o mesmo nível de eficiência em termos de rentabilidade e gestão do ciclo de exploração, sem crescimento.

No caso da empresa em causa, apresentam-se os cálculos efectuados no quadro seguinte:

Quadro 8.7 – Rácios de Análise da Tesouraria Líquida

	Ano 1	Ano 2
Tesouraria Líquida	1.417	(6.141)
Custos correntes	18.408	25.546
Autofinanciamento Corrente	15.293	17.959
Rácios de Tesouraria Líquida (meses):		
Rácio do excedente de tesouraria líquida	0,9	4,1
Rácio do défice de tesouraria líquida		

Conclui-se que o Excedente de Tesouraria Líquida era de 0,9 meses no primeiro ano, o que parece ser uma segurança de tesouraria não excessiva. Por outro lado, a política de investimento e de financiamento que conduziu à Tesouraria Líquida negativa no ano 2 também não parece problemática, pois, com apenas 4,1 meses de actividade; a empresa tem capacidade de auto-repor a Tesouraria Líquida para valores nulos.

8.5 Conclusão sobre o Equilíbrio Financeiro

É geralmente aceite que só uma estrutura financeira equilibrada permite à empresa um funcionamento normal, sem sobressaltos. O balanço é, pois, o suporte-base de análise do equilíbrio financeiro, ou, talvez seja preferível dizer, do risco de desequilíbrio financeiro. A noção de equilíbrio pode ser encarada de duas formas que, no fundo, se complementam:

- Como uma obrigação jurídica e de preocupação dominante dos credores de a empresa estar apta a solver os seus compromissos nas respectivas datas de vencimento. Resultou desta preocupação a análise patrimonial (ou tradicional) do equilíbrio financeiro através de múltiplos conceitos – Estabilidade, Liquidez, Solvibilidade, Capacidade de Endividamento, etc.;
- Como uma necessidade de manter o equilíbrio funcional entre os recursos e as aplicações, tendo em conta a estabilidade dos primeiros e o destino dos segundos. Esta análise do equilíbrio financeiro utiliza o balanço funcional e baseia-se nos ciclos financeiros e nas necessidades de recursos e aplicações nestes ciclos de decisão. Recorre assim aos conceitos de Tesouraria Líquida, Fundo de Maneio e Necessidades em Fundo de Maneio.

O recurso ao capital permanente constitui uma forma de melhoramento do equilíbrio financeiro, no entanto, sendo, em contrapartida, por regra, mais oneroso, coloca o gestor num dilema entre a preferência da escolha dos níveis de rentabilidade versus risco, como vamos analisar na secção 13.4.

A escolha do nível de tesouraria desejado deve ser, por isso, uma decisão política em função dos objectivos globais da empresa, da sua posição face ao meio ambiente e da previsão da sua evolução.

A dificuldade de aplicação do método desenvolvido anteriormente para análise das estratégias financeiras está na determinação rigorosa do volume de necessidades permanentes e temporárias de fundo de maneio. Para isso, é fundamental que, em termos de histórico, se tenha um número significativo de períodos para análise, enquanto para a análise previsional é fundamental uma previsão mensal, ou, pelo menos, trimestral, das necessidades financeiras.