

CAPÍTULO 4. ANÁLISE DO EQUILÍBRIO FINANCEIRO

1. ESTRUTURA FINANCEIRA E FONTES DE FINANCIAMENTO

1.1. Noção e importância

Independentemente do sector e da fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra – criação, crescimento⁴⁹, ano cruzeiro, expansão/desenvolvimento ou, mesmo, declínio – torna-se necessário a realização de um estudo que defina quais as mais adequadas composições de origens de fundos para cada situação, tendo presente que uma “boa gestão” exige que – para determinado volume de produção e Vendas/Prestação de Serviços – existirá um “*mix*” de capitais (origens) que optimize os resultados sem fazer perigar a autonomia financeira, *mix* esse que, no entanto, tem um custo associado, quer sob a forma de retribuição dos Capitais Próprios, quer suportando custos financeiros.

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

No estudo da situação financeira podemos considerar abrangidos os elementos respeitantes à Tesouraria e à Estrutura Financeira, os quais – embora diferenciáveis – acabam por ser interdependentes, sobretudo porque a qualidade da gestão dos activos e passivos circulantes e dos fluxos financeiros de curto prazo (aspectos ligados à Tesouraria) é factor importante da composição dos capitais permanentes mais adequados⁵⁰ (aspectos relacionados com a Estrutura Financeira).

Embora alguns autores⁵¹ tenham procurado demonstrar que não existe uma estrutura financeira óptima – o que sustentaria a ideia de que o valor de mercado e o custo do capital das empresas eram independentes da composição das origens de fundos – outras e mais recentes correntes de pensamento⁵² surgidas têm defendido que aquela estrutura (também conhecida por estrutura de capital, estrutura de capitais permanentes adequados, estrutura de capitais investidos ou, ainda, por combinação dos diferentes títulos da empresa⁵³) influencia, efectivamente, aqueles valor de mercado e custo do capital.

Independentemente da controvérsia, que persiste, ao nível dos desenvolvimentos teóricos, cujas principais sínteses faremos mais adiante, a verdade é que, quer numa perspectiva de equilíbrio financeiro (de curto e de médio prazos), quer numa perspectiva de rendibilidade, importa conhecer a mais vantajosa combinação entre os capitais próprios e os capitais alheios de médio prazo que financiam as respectivas aplicações fixas e circulantes⁵⁴, a qual não será naturalmente indissociável da

⁴⁹ Mesmo que os Resultados (e cash-flows) cresçam em função do volume de negócios, o fluxo de caixa total líquido gerado é frequentemente negativo, em virtude das necessidades de investimento em capital fixo e necessidades de fundo de maneo, para cuja satisfação há que recorrer a fontes externas de financiamento em combinações que visem uma estrutura financeira adequada.

⁵⁰ Para garantir esta adequidade tais capitais terão tanto maior componente de capitais próprios quanto mais débeis e/ou desequilibradas forem as históricas e previsionais Tesourarias de exploração.

⁵¹ Modigliani e Miller (1958)

⁵² Referimo-nos designadamente às Static Trade-off Theory, Pecking Order Theory e Teoria Organizacional.

⁵³ Cf. Princípios de Finanças Empresariais, de Brealey e Myers, 3ª edição, página 397.

⁵⁴ Note-se que, de modo estático, a estrutura financeira é definida pelo montante de origens próprias e alheias (distribuídas segundo prazos de exigibilidade) e pelo montante de aplicações (repartidas de acordo com prazos de liquidez).

política de endividamento adoptada e variará de sector para sector e, dentro deste, de empresa para empresa.

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

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

1.2. Factores influentes nas estruturas de financiamento

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

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

Fiscalidade

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

Custos de falência

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

Custos de agência

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

Trata-se de perdas de valor da empresa motivadas pela circunstância de os gestores tomarem decisões contrárias aos interesses dos accionistas, uma vez que estes não têm geralmente controlo sobre a actuação daqueles. Estão aqui implícitas assimetrias de informação⁵⁵ entre Principal (accionista) e Agente (gestor) que podem levar a um desbaratamento de fundos resultante daquele não controlo.

⁵⁵ Relatórios trimestrais, administradores não executivos, *stock options*, etc visam minimizar estas assimetrias.

Um correcto “doseamento” no endividamento leva a menores custos de agência⁵⁶, assumindo este (o endividamento) um carácter disciplinador dos gestores que os capitais próprios não têm (se tiverem de pagar juros e amortizações, os gestores têm de ser mais eficientes ficando com menor “folga” para eventuais “desperdícios” de fundos).

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

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

Estrutura dos activos

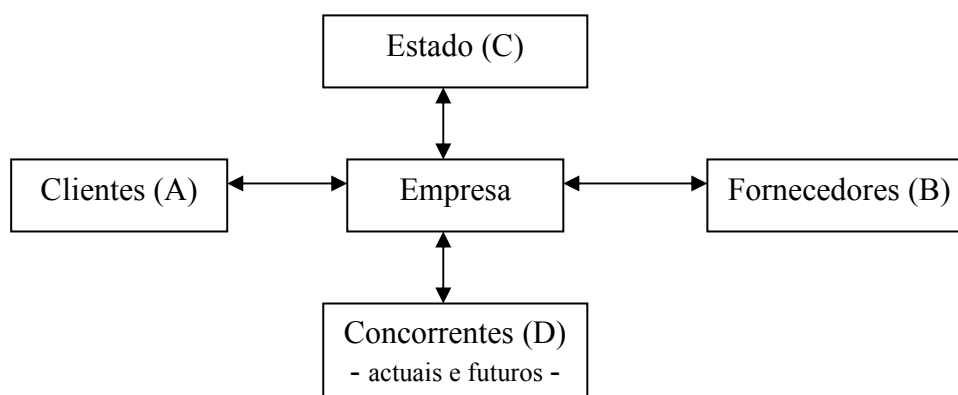
Entre duas empresas com iguais volumes de negócios é mais provável que se encontre, por opção, mais endividada aquela que tiver maior peso de activos corpóreos no conjunto das suas aplicações, uma vez que ela tem, naturalmente, mais garantias reais para viabilizar os empréstimos.

Flexibilidade financeira

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

Meio envolvente

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



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

⁵⁶ Surgem em consequência da separação entre a propriedade e a gestão das empresas e decorrem do facto dos administradores poderem tomar decisões que não contribuam (ou até contrariem) para a maximização da riqueza dos detentores do capital (proprietários). São basicamente de dois tipos as relações associáveis a estes custos: entre accionistas e credores e entre accionistas e administradores.

Condições de organização e gestão

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

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

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

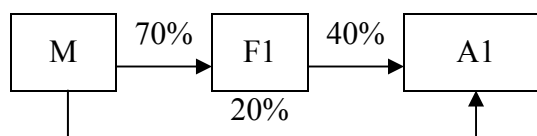
as quais (respostas) são fundamentais para permitir a obtenção de economias de custos e reequilíbrios de tesouraria.

Integração em grupos económicos

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

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

1º Exemplo: empresas M, F1 e A1



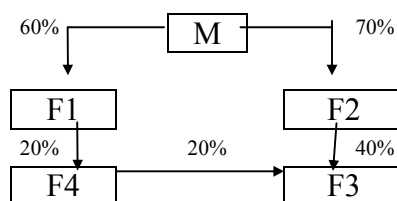
- a. Percentagem de controlo (PC) de M em A1

$$PC = 40\% + 20\% = 60\%$$

- b. Percentagem de participação (PP) de M em A1

$$PP = 70\% \times 40\% + 20\% = 48\%$$

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



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

$$PC = 40\%$$

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

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

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

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

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

1.3. Estrutura financeira e capitais permanentes

Dada a importância dos capitais permanentes no equilíbrio estrutural da tesouraria⁵⁷, passamos a uma análise mais específica das suas características, designadamente no que respeita a:

- a) Quantificações de natureza prática

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

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

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

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

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

⁵⁷ De acordo com Menezes, “Princípios de Gestão Financeira” (3ª edição 1991, Editorial Presença), tal equilíbrio ocorrerá quando os capitais permanentes forem os adequados correspondendo estes ao somatório dos actuais IOAMP com o Fundo de Maneio Necessário Total (CPA = IOAMP + FMNT).

a3) Autofinanciamento anual versus dívidas a terceiros de médio prazo

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

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

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

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

b) Factores condicionantes dos capitais permanentes adequados

b1) Características da empresa

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

b2) Orientações gerais de política macroeconómica

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

b3) Tesouraria de exploração

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

b4) Política de dividendos (vide ponto seguinte)

1.4. Política de dividendos

1.4.1. Generalidades

Podemos considerar as decisões respeitantes aos dividendos englobáveis nas decisões de financiamento⁵⁸ uma vez que elas condicionam o volume de resultados retidos: se a atribuição de dividendos não for compensada por entradas de dinheiro fresco será afectada, temporariamente ou não, a estrutura de financiamento da empresa.

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

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

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

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

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

Porém, estudos posteriores revelaram que os pressupostos⁵⁹ anteriormente referidos eram pouco realistas, razão pela qual, os deveriam abandonar, passando a admitir que as imperfeições e ineficiências dos mercados implicavam que aspectos como a fiscalidade, os custos de agência, a sinalização (efeito de anúncio) e os custos de transacção de títulos – pelas razões seguidamente apontadas – tivessem influência sobre a política de dividendos, deixando esta de ser irrelevante na criação/destruição de valor:

⁵⁸ Constituem, juntamente com as decisões de investimento, as principais categorias de decisões abordadas na teoria financeira.

⁵⁹ Apesar de tudo, foram eles que permitiram a criação de uma base de desenvolvimento de novos modelos de comportamento dos investidores, constatado que foi que – no mundo real – os mercados são imperfeitos e, conseqüentemente, tais pressupostos deveriam ser desatendidos.

Fiscalidade e política de dividendos

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

Custos de agência e política de dividendos

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

Custos de transacção e política de dividendos

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

Sinalização e política de dividendos

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

1.4.2. Principais políticas

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

1.4.2.1. Política de não pagamento de dividendos

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

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

1.4.2.2. Política de pagamento estável de dividendos

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

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

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

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

1.4.2.3. Política de pagamento variável de dividendos

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

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

1.4.3. Conclusões gerais

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

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

1.6. Estruturas de capital – Principais teorias

1.6.1. Generalidades

Com a publicação, em 1958, de um controverso artigo⁶¹, Modigliani e Miller (MM) procuraram demonstrar – em nítido desacordo com a até aí prevalecente convicção de que para qualquer empresa existia uma combinação óptima de recursos próprios e alheios que maximizava o seu valor de mercado e minimizava o correspondente custo médio do capital – que não existia nenhuma estrutura óptima de capitais e que os referidos valor de mercado e custo médio do capital não dependiam da estrutura de origens (próprias ou alheias) das empresas⁶².

Apesar de, nos últimos 45 anos, diversos e aprofundados estudos continuarem a versar esta matéria, a verdade é que, no âmbito da teoria financeira, continua por encontrar a resposta à pergunta “como é que as empresas devem determinar e escolher a sua estrutura de financiamento?”⁶³.

1.6.2. Principais teorias

1.6.2.1. Teoria clássica ou tradicional

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

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

⁶¹ The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment

⁶² Para fundamentar esta conclusão MM consideraram, nomeadamente, que:

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

⁶³ Como afirma Myers (1984) “... parece presunçoso que as teorias pretendam aconselhar as empresas na escolha de uma estrutura óptima de capitais, quando não conseguem ser capazes de explicar o seu comportamento financeiro actual”.

1.6.2.2. Teoria Modigliani e Miller (MM)

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

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

1.6.2.3. Teorias mais recentes

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

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

1.6.2.3.1. Static Trade-off Theory

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

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

Numa definição mais lata de custos de falência incluem-se os custos de agência⁶⁴ cuja relação com a estrutura de capitais foi evidenciada por Jensen e Meckling (1976), ao demonstrarem que o endividamento fornece um incentivo para os accionistas expropriarem alguma riqueza aos novos financiadores, optando por investimentos que aumentam o risco da dívida já existente assim como a probabilidade de falência.

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

⁶⁴ Originados por decisões ineficientes que, por sua vez, resultam de conflitos no relacionamento entre accionistas (proprietários), obrigacionistas e gestores (agentes a quem os accionistas delegam a faculdade de tomar decisões empresariais).

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

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

1.6.2.3.2. Pecking Order Theory

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

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

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

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

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

1.6.2.3.3. Teoria Organizacional

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

Considerando que existem importantes divergências entre interesses da organização e dos investidores Myers (1992) admite, no entanto, que certos esquemas de remuneração poderão conduzir a uma confluência de interesses e levar os gestores à tomada de decisões financeiras que maximizem o valor da empresa, hipótese que redundaria na desnecessidade de tal teoria.

Para alguns autores este modelo traduz uma nova perspectiva da teoria de agência que ainda carece de um desenvolvimento mais formal e minucioso para que se possa falar verdadeiramente de uma Teoria.

1.6.2.3.4. Outros modelos

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

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

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

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

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

1.6.3. Conclusão

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

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

1.7. Fontes de financiamento⁶⁵

1.7.1. Enumeração

1.7.1.1. Endógenas ou próprias

- Autofinanciamento Líquido⁶⁶
- Desinvestimento ou cessões de activos

1.7.1.2. Exógenas

1.7.1.2.1. De curto prazo

- Trabalhadores (diferimento médio de 15 dias no pagamento de salários e de 6 meses no subsídio de férias e Natal)
- Fornecedores (negociações expressas ou práticas normais)
- Estado e Outros Entes Públicos (IVA, IRC, IRS, Segurança Social, etc)
- Crédito bancário
 - o Desconto de letras e livranças (desconto comercial)
 - o Empréstimos de apoio à tesouraria⁶⁷ (descoberto bancário⁶⁸, *hot money*⁶⁹)
 - o Empréstimos em conta corrente (c/c)
 - o Crédito de curto prazo (com formalização de contrato e destinado quer a suprir necessidades de tesouraria quer para fazer face a despesas de exploração)
 - o Crédito por assinatura (aval bancário, fiança ou garantia bancária)
 - o Crédito documentário
- *Factoring*
- Papel Comercial (“*commercial paper*”)
- Sócios/accionistas

1.7.1.2.2. De médio prazo

1.7.1.2.2.1. Através de aumentos de Capital Próprio

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

⁶⁵ Terminologia ainda sujeita a adaptação ao SNC.

⁶⁶ Resultados Líquidos retidos + Amortizações do exercício $\pm$ variação de Provisões do exercício

⁶⁷ Podemos considerar como apoio à tesouraria a utilização de “*cash pooling*”, que consiste numa gestão integrada de tesouraria, entre diversas empresas que se encontrem numa relação de domínio ou de grupo. Este sistema consubstancia-se num serviço financeiro que poderá ser utilizado entre contas bancárias de várias sociedades do mesmo grupo, gerindo conjuntamente esses capitais, quer haja excedentes, quer haja carências de tesouraria, através de operações traduzidas em concessões e cedências de crédito entre aquelas sociedades.

⁶⁸ Também conhecido como *overdraft*, é uma operação de crédito através da qual os bancos permitem que o cliente apresente, durante um certo período de tempo, geralmente curto, um saldo devedor na sua conta de depósitos à ordem.

⁶⁹ Crédito destinado a apoiar necessidades pontuais de tesouraria, por prazos muito curtos (até 1 mês) e de montantes geralmente elevados.

- 1.7.1.2.2.2. Através de Capital de Risco
- 1.7.1.2.2.3. Através de Business Angels
- 1.7.1.2.2.4. Através de Management Buy Out (MBO) e Management Buy In (MBI)
- 1.7.1.2.2.5. Através de Project Finance
- 1.7.1.2.2.6. Através de Garantia Mútua
- 1.7.1.2.2.7. Através de Capitais Alheios estáveis internos
 - Suprimentos
 - Empréstimos não sindicados
 - Empréstimos bancários de médio prazo
 - Empréstimos obrigacionistas
 - Empréstimos sindicados⁷⁰
 - o Empréstimos Cristal
 - Leasing
 - *Franchising*⁷¹
- 1.7.1.2.2.8. Através de Capitais Alheios estáveis externos
 - Euromercado
 - Operações *Junk-bonds*⁷²

1.7.2. Algumas explicitações

1.7.2.1. Capital de Risco

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

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

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

⁷⁰ O empréstimo é tomado em leilão sucessiva e preferencialmente, pelo banco que – no conjunto do sindicato bancário – oferecer melhores condições.

⁷¹ Trata-se de uma forma de fazer negócio em parceria através da qual uma empresa com sucesso comprovado (franchisador) ensina a terceiros a sua fórmula de negócio. O parceiro (franchisado) é alguém que quer iniciar o seu negócio preferindo fazê-lo integrado numa rede.

⁷² Respeitam a obrigações de alto risco mas de elevada rentabilidade/remuneração. Normalmente não contêm cláusulas de salvaguarda dos interesses dos obrigacionistas em caso de incumprimento do pagamento de juros ou amortizações de capital.

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

- a) Early Stage Financing (Venture Capital) que inclui o *seed capital*⁷³ (capital semente) e as *start ups*⁷⁴
- b) Capital de Recuperação (*turnarounds*) - investimentos em empresas em situação difícil visando a sua recuperação.
- c) Capital de Desenvolvimento (*mezzanine financing*) – investimento em empresas lucrativas ou rentabilidade potencial, tendo em vista a sua expansão.
- d) Bridge Financing – investimento em empresas que têm perspectivas de dispersão do capital a menos de um ano de vista.

1.7.2.2. Business Angels

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

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

1.7.2.3. Management Buy Out (MBO) e Management Buy In (MBI)

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

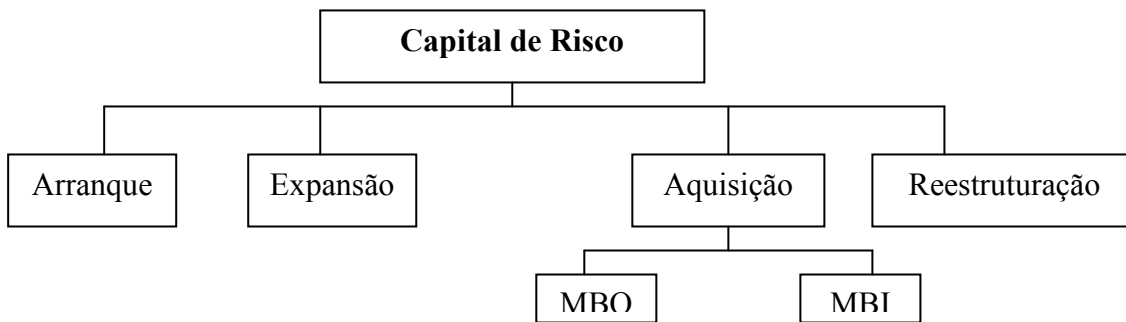
MBI – operação que consiste na “venda do controlo” de uma empresa, sendo os compradores não os próprios gestores à data daquela operação mas sim elementos estranhos à empresa em causa.

Quer as MBO, quer as MBI podem ser financiadas pelas SCR, as quais, como vimos, preferem investir em negócios maiores e já consolidados em detrimento do financiamento, designadamente, das *start-up* e empresas de menor dimensão.

⁷³ Respeita a investimentos de montantes geralmente pequenos para desenvolver uma ideia ou um produto.

⁷⁴ Trata-se da criação de empresas ou da realização de investimentos em empresas com menos de 1 ano de actividade.

Trata-se, pois, da utilização de capital de risco na vertente AQUISIÇÃO que é, como abaixo podemos observar um dos quatro principais campos de intervenção do capital de risco:



1.7.2.4. Project Finance (PF)

Trata-se de um financiamento de projectos de chamado “recurso limitado” que se presume venham a gerar fluxos de caixa suficientes para cobrir custos de funcionamento e de amortização da dívida. A sua grande diferença em relação ao financiamento bancário tradicional reside no facto do risco envolvido ser o do projecto e não o da entidade mutuária, estando portanto em causa de que forma é que o *cash-flow* gerado pelo projecto permitirá cumprir o serviço da dívida (os bancos financiadores esperam que os *cash-flows* gerados pelo projecto vão ser suficientes para reembolsar o empréstimo e/ou serviços associados).

Caracteriza-se por englobar uma ampla classe de estruturas de financiamento que têm em comum o facto de permitirem, pela forma como são estruturas as operações, que a dívida do projecto (capital e juros) seja garantida pelos cash-flows por ele gerados. Assim, a remuneração dos capitais investidos depende dos cash-flows libertos, não tendo as entidades credoras qualquer recurso sobre os capitais próprios das empresas promotoras do projecto.

O financiamento em regime de PF nunca é total e os respectivos prazos não excedem normalmente os 25 anos.

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

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

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

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

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

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

Como principais vantagens relativamente às tradicionais formas de financiamento teremos:

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

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

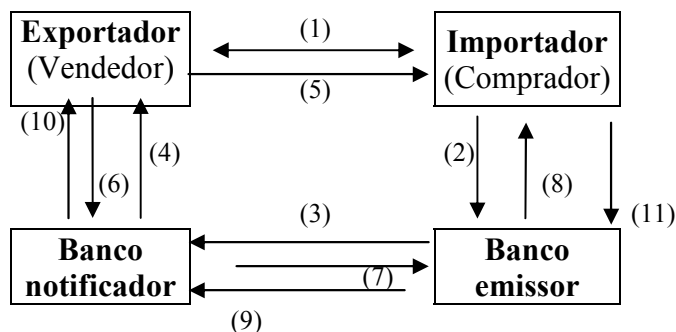
1.7.2.5. Crédito documentário

O crédito documentário é a promessa feita por um Banco, em seguimento a um pedido feito por um seu cliente importador, de pagar uma certa quantia a um exportador, contra entrega, até uma data convencionada, de certos documentos necessários à movimentação e levantamento das mercadorias. Estes documentos permitem garantir ao exportador que a encomenda que lhe foi colocada será paga, na sequência da exigência de uma abertura de um crédito documentário a seu favor.

Num crédito documentário estão envolvidas as seguintes partes:

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

Esquemáticamente, teremos a seguinte tramitação num processo de crédito documentário⁷⁵:



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

1.1.1. Factoring

Representa operações de compra de facturação e envolve três intervenientes:

- o factor (geralmente uma parabancária)
- o aderente (empresa que cede bens ou serviços para cobrança)
- o devedor (cliente do aderente)

1.7.2.6. Papel Comercial

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

Como finalidades da emissão de papel comercial teremos, nomeadamente:

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

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

⁷⁵ O processo descrito corresponde à exportação de mercadorias mas o crédito documentário também pode ser analogamente para serviços prestados.

1.7.2.7. Empréstimos obrigacionistas

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

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

1.7.2.8. Franchising

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

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

O franchisador ensina ao franchisado os seus métodos de gestão (know-how), permite que ele utilize a sua marca, presta apoio contínuo durante a vida da unidade franchisada e, alguns casos, concede o direito de revender em exclusivo os seus produtos numa determinada região.

Quanto ao franchisado, paga contrapartidas financeiras (direitos de entrada, royalties, etc) e assume o compromisso de seguir as regras da rede.

1.7.2.9. Euromercados

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

1.7.2.10. Garantia mútua

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

A principal finalidade das sociedades de garantia mútua (SGM⁷⁶) é permitir que a dimensão das empresas possa ser menos relevante como factor a ponderar na obtenção de crédito assim como contribuir para que as PME possam ultrapassar mais facilmente constrangimentos que lhes estão associados, designadamente os relacionados com:

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

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

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

⁷⁶ Actualmente existem 3 SGM: NORGARANE (Porto), LISGARANTE (Lisboa) e GARVAL (Santarém).

3. INDICADORES E SUA INTERPRETAÇÃO

3.1. De liquidez (sentido amplo)

- ⇒ Fundo de Maneio (Líquido) (FML)⁸⁸

$$\text{FML} = \text{Activos Correntes} - \text{Passivos Correntes}^{89}$$

$$\text{FML} = \text{Capitais Permanentes} - \text{IOAMP}^{90}$$
- ⇒ Fundo de Maneio Necessário/Necessidades de Fundo de Maneio⁹¹ (FMN/NFM)

$$\text{NFM} = \text{Inventários} + \text{Créditos de Exploração} - \text{Débitos de Exploração}$$

$$\text{NFM} = \text{Necessidades Cíclicas/Permanentes}^{92} - \text{Recursos Cíclicos/Permanentes}^{93}$$
- ⇒ Tesouraria Líquida (TL)

$$\text{TL} = \text{Fundo de Maneio} - \text{Necessidades de Fundo de Maneio}$$

$$\text{TL} = \text{Necessidades Acíclicas} - \text{Recursos Acíclicos}$$
- ⇒ Liquidez Geral => (LG)

$$\text{LG} = \frac{\text{Activo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$$
- ⇒ Liquidez Reduzida (LR) – “Acid Test”

$$\text{LR} = \frac{\text{Activo Corrente} - \text{Inventários}}{\text{Passivo Corrente}}$$

⁸⁸ FML ou FM é calculado de forma estática. Pode ser positivo e a empresa estar em desequilíbrio de Tesouraria e pode ser negativo havendo tal equilíbrio. Teoricamente o FM que garanta equilíbrio da estrutura financeira deve ser suficiente:

- para financiar capitais circulantes com características mais estáveis;
- para enfrentar riscos decorrentes de alterações que diminuam o ritmo de transformação dos activos circulantes em liquidez (v.g. stocks de difícil alienação).

⁸⁹ Na óptica do investimento => não explica o valor nem as variações do FM mas evidencia o valor total da dívida de curto prazo.

⁹⁰ Investimentos e Outras Aplicações de Médio Prazo (IOAMP): Na óptica do financiamento => explica as causas da existência de FM e as suas variações tendo em conta:

- políticas de investimento;
- criação de amortizações;
- nível e composição dos capitais permanentes.

⁹¹ Principais factores condicionantes das NFM:

- Duração do ciclo de exploração;
- Natureza e nível da actividade;
- Obtenção e/ou concessão de crédito de curto prazo com características de estabilidade;
- Riscos inerentes à actividade;
- Condições de organização e gestão da empresa.

⁹² Compreende as contas resultantes de decisões enquadradas no ciclo de exploração que implicam necessidades de financiamento (v.g. Inventários, Clientes, Adiantamento a fornecedores, EOEP a receber, Outros devedores de exploração).

⁹³ Compreende as contas resultantes de decisões enquadradas no ciclo de exploração que geram recursos financeiros (v.g. Fornecedores, Adiantamento de clientes, EOEP a pagar, Outros credores de exploração).

$$\Rightarrow \text{Liquidez Imediata (LI)}$$

$$LG = \frac{\text{Disponibilidades Totais}^{94}}{\text{Passivo Corrente}}$$

3.2. De funcionamento

$$\Rightarrow \text{Prazo Médio de Pagamentos (meses/dias) (PMP)}$$

$$PMP_1 = \frac{\text{Fornecedores c/c + TP}}{(\text{Compras anuais + FSE}) \times (1 + tx \text{ IVA})} \times 12 \text{ (PMP em meses)}$$

$$PMP_2 = \frac{\text{Fornecedores c/c + TP}}{(\text{Compras anuais + FSE}) \times (1 + tx \text{ IVA})} \times 365 \text{ (PMP em dias)}$$

$$\Rightarrow \text{Prazo Médio de Recebimentos (meses/dias) (PMR)}$$

$$PMR_1 = \frac{\text{Clientes c/c + Letras cobradas e a receber não vencidas}}{(\text{Vendas + Prestação Serviços}) \times (1 + tx \text{ IVA})^{95}} \times 12 \text{ (PMR em meses)}$$

$$PMR_2 = \frac{\text{Clientes c/c + Letras cobradas e a receber não vencidas}}{(\text{Vendas + Prestação Serviços}) \times (1 + tx \text{ IVA})^{96}} \times 365 \text{ (PMR em dias)}$$

$$\Rightarrow \text{Rotação de Stocks (RS)}$$

$$RS = \frac{CMVMC}{\text{Inventários médios}}$$

$$\Rightarrow \text{Rotação de Crédito a Clientes (RCC)}$$

$$RCC = \frac{\text{Volume de Negócios (IVA)}}{\text{Clientes c/c + Clientes Letras descontadas mas não vencidas}}$$

$$\Rightarrow \text{Prazo de Rotação de Stocks (PRS)}$$

$$PRS = \frac{365}{RS}$$

ou

$$PRS = \frac{\text{Inventários médios}}{CMVMC} \times 365$$

$$\Rightarrow \text{Prazo de Rotação de Matérias-Primas (PRMP)}$$

$$PRMP = \frac{\text{Saldo médio das Matérias Primas}}{\text{Custo das Matérias Primas Consumidas}} \times 365$$

⁹⁴ Disponibilidades Totais = D1 + TC + LR + DB

D1 = Disponibilidades imediatas

TC = Títulos em carteira imediata e facilmente mobilizáveis (v.g. acções, obrigações, BT)

LR = Letras a receber imediatamente realizáveis junto da banca

DB = Descoberto bancário aprovado mas não utilizado

⁹⁵ Em sectores de actividade com ciclo de exploração longo o denominador deve incluir ainda ΔPA e ΔPV

⁹⁶ Em sectores de actividade com ciclo de exploração longo o denominador deve incluir ainda ΔPA e ΔPV

⇒ Prazo de Rotação dos Produtos e Trabalhos em Curso (PRPTC)

$$\text{PRPTC} = \frac{\text{Saldo médio dos PTC}}{\text{Custos de Produção}} \times 365$$

⇒ Prazo de Rotação dos Produtos Acabados (PRPA)

$$\text{PRPA} = \frac{\text{Saldo médio de PA}}{\text{Custo dos Inventários Vendidos}} \times 365$$

⇒ Rotação do Activo (RA)

$$\text{RA} = \frac{\text{Vendas + Prestação Serviços}}{\text{Activo}}$$

⇒ Rotação dos Activos Correntes (RAC)

$$\text{RAC} = \frac{\text{Vendas + Prestação Serviços}}{\text{Activos Correntes}}$$

⇒ Rotação das Necessidades Cíclicas (RNC)

$$\text{RNC} = \frac{\text{Vendas + Prestação Serviços}}{\text{Necessidades Cíclicas}}$$

⇒ Rotação do Fundo de Maneio (RFM)

$$\text{RFM} = \frac{\text{Vendas + Prestação Serviços}}{\text{Fundo de Maneio}}$$

⇒ Rotação das Necessidades de Fundo de Maneio (RNFM)

$$\text{RNFM} = \frac{\text{Vendas + Prestação Serviços}}{\text{Necessidades de Fundo de Maneio}}$$

3.3. De endividamento

⇒ Solvabilidade propriamente dita⁹⁷

$$= \frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Passivo Total}}$$

⇒ Autonomia Financeira (grau de empenhamento dos sócios)

$$= \frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Activo Total Líquido}}$$

⇒ Autonomia Financeira Alargada

$$= \frac{\text{Capitais Próprios + Suprimentos consolidados}}{\text{Activo Total Líquido}}$$

⇒ Grau de Endividamento (versus Capacidade de Endividamento)

$$= \frac{\text{Activo Líquido Total}}{\text{Capitais Próprios}}$$

⁹⁷ O seu inverso é conhecido por *debt to equity* (D/E).

- ⇒ Estrutura de Endividamento

$$= \frac{\text{Passivo curto prazo}}{\text{Passivo Total}}$$
- ⇒ Estrutura dos Capitais Permanentes

$$= \frac{\text{Capitais Permanentes}}{\text{Dívidas a Terceiros médio prazo}}$$
- ⇒ Capacidade de Endividamento a Médio Prazo⁹⁸

$$= \frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Dívidas a Terceiros médio prazo}}$$
- ⇒ Cobertura do Imobilizado

$$= \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{IOAMP}}$$

3.4. De risco

A desenvolver no capítulo 6.

.....

3.5. De mercado

A desenvolver no capítulo 6.

.....

⁹⁸ O seu inverso é designado por *debt to equity* de estrutura

3.6. Outros

⇒ De Cobertura

- Cobertura de Custos Financeiros

$$= \frac{\text{Fluxo Monetário Operacional}^{99}}{\text{Juros a pagar}}$$
- Cobertura do Serviço da Dívida

$$= \frac{\text{Fluxo Monetário Operacional}}{\text{Juros e reembolsos a pagar}}$$
- Cobertura do Investimento

$$= \frac{\text{Fluxo Monetário para Decisões Estratégicas}^{100}}{\text{Investimentos}}$$

⇒ Da qualidade dos Fluxos

- Qualidade do rácio de Vendas

$$= \frac{\text{Recebimentos de Clientes}}{\text{Volume de Negócios}}$$
- Qualidade dos fluxos operacionais

$$= \frac{\text{Fluxo Monetário operacional}}{\text{Excedente Bruto de Exploração (EBE)}^{101}}$$

⇒ Das origens do financiamento

$$= \frac{\text{Recebimentos provenientes de desinvestimento}}{\text{Receb. prov. de desinvestimento} + \text{Rec. prov. de financiamento}}$$

⇒ Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)

$$\text{EBIT} = \text{RL} + \text{Custos financeiros líquidos} + \text{ISR} = \text{RAJI}$$

⇒ Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization (EBITDA)

$$\text{EBITDA} = \text{RL} + \text{Dep} + \text{Prov} + \text{Custos Fin. líquidos} + \text{ISR} = \text{RAJI} + \text{Dep} + \text{Prov}$$

⇒ Cobertura dos encargos financeiros (CEF) - “Times Interest Earned”

$$\text{CEF} = \frac{\text{Resultado Operacional} + \text{Dep.} + \Delta \text{Provisões Exploração}}{\text{Juros e Gastos Similares}}$$

⁹⁹ Fluxo Monetário Operacional = Recebimentos de Exploração – Pagamentos de Exploração – Pagamento de Investimentos de Substituição

¹⁰⁰ Fluxo Monetário para Decisões Estratégicas (FMDE) = Fluxo Monetário Operacional + Resultados Financeiros (Ano N) + Resultados Extraordinários (Ano N) – Imposto s/ Rendimento (Ano N) + Acréscimo EOEP (Imposto s/ Rendimento)

¹⁰¹ EBE = Resultados de Exploração (RE) + Amortizações e provisões de exploração – Reposições de amortizações e provisões de exploração + Outros encargos de exploração – Outros proveitos de exploração (não depende da política de amortizações da empresa nem dos outros encargos e outros proveitos, embora, tal como o RE, sofra a influência dos métodos de avaliação de stocks).

- ⇒ Período de recuperação da dívida (PRD)
$$PRD = \frac{\text{Passivo de Financiamento (Empréstimos em dívida)}}{\text{Autofinanciamento (RL + Dep. + } \Delta \text{ Provisões Exploração)}}$$
- ⇒ Cobertura do serviço da dívida (CSD)
$$CSD = \frac{\text{Resultado Operacional + Dep. + } \Delta \text{ Provisões Exploração}}{\text{Serviço da Dívida}}$$
- ⇒ Volume de Negócios (VN)
$$VN = \text{Vendas + Prestações de Serviços}$$
- ⇒ Produção (PROD)
$$PROD = VN + \text{Trabalhos p/ própria empresa + Subsídios à exploração +} \\ + \text{Variação de Produção}$$
- ⇒ Activo Maneável (AM)
$$AM = \text{Activo Corrente} - \text{Inventários}$$
- ⇒ Excedente Bruto de Exploração (EBE - também conhecido por Meios Libertos Operacionais)
$$EBE = RO + \text{Depreciações} + \Delta \text{Provisões}$$