DEZEMBRO
2016

FORMAÇÃO

Análise económica e financeira das entidades privadas

DIS6216

Joaquim Sant´ana Fernandes
Cristina Gonçalves

www.occ.pt

FICHA TÉCNICA

Título: Análise económica e financeira das entidades privadas

Autores: Joaquim Sant´ana Fernandes e Cristina Gonçalves

Capa e paginação: DCI – Departamento de Comunicação e Imagem da Ordem dos Contabilistas Certificados

© Ordem dos Contabilistas Certificados, 2016

Não é permitida a utilização deste Manual, para qualquer outro fim que não o indicado, sem autorização prévia e por escrito da Ordem dos Contabilistas Certificados, entidade que detém os direitos de autor.

ÍNDICE

Índice de figuras	4
Índice de casos	5
Siglas	7
1. Introdução	9
2. Análise económica e financeira – questões gerais	11
2.1 Enquadramento	11
2.2 Ciclos atividade empresarial	13
2.3 Função financeira	17
2.4 Análise financeira	19
2.4.1 Técnicas da análise financeira	23
2.4.2 Limitações das técnicas de análise	26
3. As demonstrações financeiras e ajustamentos	29
3.1. Fontes de informação	29
3.2. Aspetos relevantes na perspetiva financeira	30
3.3. Ajustamentos na informação contabilístlca	33
3.3.1. Do balanço contabilístico ao balanço funcional	35
3.3.2. Demonstração dos resultados	44
3.3.3. Demonstração de fluxos de caixa	47
3.3.4. Demonstração de alterações no capital próprio	51
4. Equilíbrio estrutural (médio e longo prazo)	56
4.1 Estrutura das aplicações e origens de fundos	58
4.2 Fundo de maneio	68
4.3 Políticas de investimento e de financiamento	80
4.3.1. O autofinanciamento	80
4.3.2. Demonstração das origens e aplicações de fundos	81
4.3.3. Outros indicadores	84
4.3.3.1 Renovação dos ativos fixos tangíveis (RAFT)	84
4.3.3.2 Grau de envelhecimento dos ativos fixos tangíveis	85
4.3.3.3 Financiamento do investimento	85
4.3.3.4 Fluxos de caixa e rácios de cobertura	86
5. Gestão dos capitais circulantes (curto prazo)	93
5.1 Liquidez	94
5.2 Tesouraria	102
5.2.1 Equilíbrio da tesouraria	102
5.2.2 Tipologias de estruturas financeiras	110
5.3 Indicadores de atividade e de gestão	112
6. Rendibilidade e risco dos capitais investidos	115

6.1 Estruturas de gastos e rendimentos 116
6.2 Rendibilidade económica 128
6.2.1 Rendibilidade económica 128
6.2.2 Risco económico 132
6.2.3 Viabilidade económica 139
6.3 Rendibilidade financeira 142
6.3.1 Rendibilidade financeira 142
6.3.2 Risco financeiro 148
6.3.3 Viabilidade financeira 152
6.4 Risco global 153
7. Conclusão 155
Bibliografia 157

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura n.º 1 – Balanced scorecard 11
Figura n.º 2 – Ciclos de atividade 13
Figura n.º 3 – Operações associadas aos ciclos de atividade 14
Figura n.º 4 – Exemplo ciclo operacional 15
Figura n.º 5 – Exemplo ciclo de investimento 16
Figura n.º 6 – Exemplo ciclo de financiamento 17
Figura n.º 7 – Âmbito das funções da gestão financeira 19
Figura n.º 8 – Processo de análise financeira 22
Figura n.º 9 – Técnicas de análise financeira 23
Figura n.º 10 – Fontes de informação 30
Figura n.º 11 – Balanço na ótica das origens e aplicações 37
Figura n.º 12 – Fatores de sustentabilidade 58
Figura n.º 13 – Equilíbrio dos fluxos de tesouraria 67
Figura n.º 14 – Fatores que influenciam a política de financiamento 74
Figura n.º 15 – Fatores que influenciam a liquidez 97
Figura n.º 16 – Relação entre FM, NFM e Tesouraria 102
Figura n.º 17 – Tipologias de estruturas financeiras 111
Figura n.º 18 – Risco económico 133
Figura n.º 19 – Margem de segurança 136

ÍNDICE DE CASOS

Caso prático n.º 1	52
Caso prático n.º 2	63
Caso prático n.º 3	74
Caso prático n.º 4	88
Caso prático n.º 5	100
Caso prático n.º 6	105
Caso prático n.º 7	124
Caso prático n.º 8	139
Caso prático n.º 9	147

SIGLAS

CMVMC	Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas
CVR	Custo – Volume - Resultado
DF	Demonstrações financeiras
DOAF	Demonstração das origens e aplicações de fundos
DR	Demonstração dos resultados
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
FCO	Fluxo de caixa operacionais
FM	Fundo de maneio
INE	Instituto Nacional de Estatística
MB	Margem bruta
MEP	Método de equivalência patrimonial
MLLr	Meios libertos líquidos retidos
MP	Matéria-prima
NCE	Necessidades cíclicas exploração
NFM	Necessidades de fundo de maneio
NCRF	Norma contabilística e de relato financeiro
OANC	Outros ativos não correntes
RAI	Resultado antes impostos
RAJI	Resultado antes de juros e impostos
RCE	Recursos cíclicos exploração
RL	Resultado líquido
SNC	Sistema de normalização contabilística
TIR	Taxa interna de rentabilidade
VAB	Valor acrescentado bruto
VAL	Valor atualizado líquido

1. INTRODUÇÃO

Pretende-se com esta abordagem dar a conhecer diversas técnicas de análise da informação contabilística, apoiada em mapas, gráficos e indicadores económico-financeiros que permitam o diagnóstico dos principais pontos fracos e fortes da empresa.

Os instrumentos de análise são muito diversificados e não existe consenso sobre qual o conjunto mais adequado para cada situação. Enfatiza-se a necessidade de comparação dos indicadores com o setor ou empresas de referência, cabendo ao analista optar por aqueles que considera mais adequados, tendo em consideração o setor de atividade, dimensão da empresa e outros elementos característicos que careças de abordagens específicas.

Apresenta-se uma estrutura de conteúdos apoiada em esquemas, exemplos, indicadores e casos práticos e pretende-se contribuir para a definição de aspetos como as fontes relevantes de informação contabilística e extra-contabilística, os ajustamentos necessários para obtenção de instrumentos de análise financeira e identificar, caracterizar e inter-relacionar os principais indicadores económico-financeiros.

Outros temas e outra orientação poderia ser dada. Contudo, considerando a duração da ação e a dimensão média das empresas do nosso tecido empresarial, entendemos que as opções adotadas são adequadas, nomeadamente por permitir definir orientações para diversos processos de tomada de decisão, quer operacionais, quer estruturais.

Espera-se desta forma contribuir para que se se desenvolvam competências que permitam identificar e potenciar o equilíbrio estrutural, quer no curto, quer no médio prazo das empresas, seguir as políticas de gestão corrente, aumentar a rendibilidade, atuando nas áreas críticas, diminuir o risco, nas suas várias vertentes e decidir sobre políticas de crescimento do negócio e seu financiamento.

2. ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA – QUESTÕES GERAIS

2.1 ENQUADRAMENTO

As empresas são organismos vivos, complexos e sistémicos. As ações que são desencadeadas numa área não têm efeitos isolados, pelo que a perspetiva financeira deve ser analisada a par de outras perspetivas que contribuem, de uma forma interligada, para atingir os objetivos estratégicos e operacionais da empresa.

Para se obter uma visão global e integrada da empresa deve-se incluir nas áreas de observação as diversas perspetivas, designadamente a económica e financeira, a do cliente, a interna e da inovação e aprendizagem. A abordagem do *balanced scorecard* de Kaplan e Norton (1996) é um instrumento de observação e atuação, por permitir a interligação entre os objetivos estratégicos e operacionais definidos em cada área e a sua posterior monitorização.

Figura n.º 1 – Balanced scorecard

Fonte: Adaptado de Kaplan e Norton (1993)

Apresenta-se uma breve descrição de cada uma das diferentes perspetivas.

- **Perspetiva financeira ou do investidor** - relaciona-se com a obtenção do retorno do capital investido pelos proprietários da empresa (acionista, sócio ou somente empresário) pelo que têm que ser tomadas medidas em relação ao desempenho económico, com atenção às necessidades e anseios dos clientes, procurando aumentar a sua fidelização e atrair novos clientes. Os **indicadores**

económicos e financeiros são fundamentais para concluir acerca das consequências inerentes às ações levadas a cabo pela empresa.

- **Perspetiva dos clientes** – traduz-se em objetivos específicos orientados para os segmentos de negócio. Estes objetivos podem ser comunicados a toda a organização e permitem a identificação e avaliação das propostas de ação dirigidas a esses segmentos. Devem ser utilizados um conjunto de indicadores relativos ao mercado, designadamente: quota de mercado; retenção de clientes; novos clientes; prazo de entrega, a qualidade e o preço; satisfação de clientes e rendibilidade de clientes, entre outros.

- **Perspetiva dos processos internos** – inclui a análise dos processos internos da organização, dos recursos e das capacidades necessárias para oferecer o nível de qualidade pretendido e assegurar a satisfação das necessidades dos clientes. Esta análise deverá permitir identificar quais as vantagens que diferenciam a empresa da concorrência (vantagens competitivas).

  Os indicadores devem focar-se nos processos internos que terão maior impacto na satisfação dos clientes e também na satisfação dos objetivos financeiros da empresa. Kaplan e Norton (1992) consideram que existe um modelo genérico de cadeia de valor pelo qual todas as empresas se podem reger que inclui três processos internos principais:

  - **Processo de inovação** - é um processo de pesquisa das necessidades dos clientes e de criação de produtos/serviços para os satisfazer.
  - **Processo operacional** que está relacionado com a produção de produtos/serviços e entrega aos clientes.
  - **Processo de serviço pós-venda** - que é prestado ao cliente após a venda do produto e garante que as suas expectativas não são defraudadas.

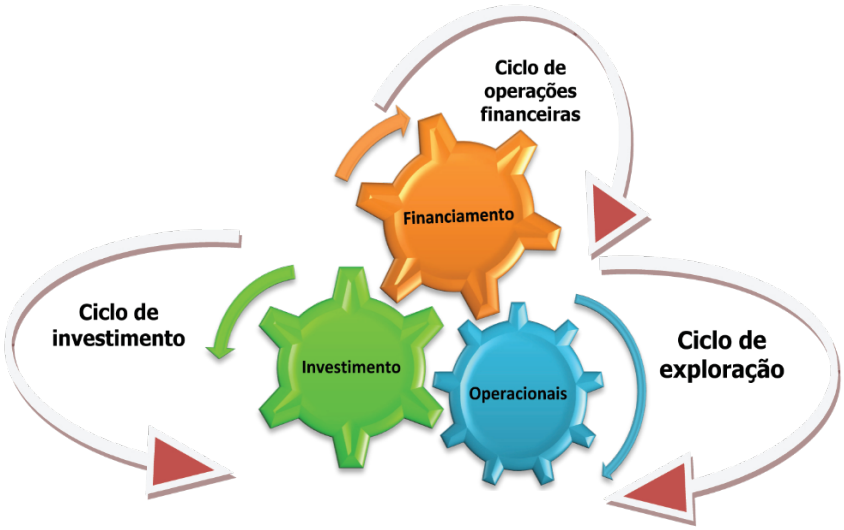
- **Perspetiva da inovação e aprendizagem -** centra-se nos objetivos voltados para a capacidade das pessoas em melhorar, inovar e aprender. A organização deve ter uma infraestrutura que as motive e as faça aderir aos objetivos traçados (permitindo alcançar outros mais ambiciosos) e possibilite outras perspetivas.
  - Apoia-se nos sistemas de informação e a sua finalidade consiste em investir na preparação e requalificação dos trabalhadores, na melhoria dos sistemas de informação e no alinhamento de procedimentos e rotinas da empresa.
  - Na definição dos indicadores de monitorização das diferentes perspetivas o gestor terá em conta os objetivos estratégicos e operacionais definidos globalmente e para cada área operacional.

2.2 CICLOS ATIVIDADE EMPRESARIAL

Na sua atividade diária, os gestores são responsáveis pela tomada de uma variedade de decisões que visam a gestão adequada dos recursos internos e externos disponíveis, de forma a gerar os lucros indispensáveis para a continuidade da empresa. Apesar dessa grande variedade de assuntos, podemos agrupar essas decisões em três áreas básicas tendo em conta a natureza dos recursos e atividades desenvolvidas que se repercutem na esfera económica e financeira.

A cada processo desencadeado, estão associadas um conjunto de decisões, atividades e fluxos físicos e financeiros. Um ciclo financeiro é o período que se inicia quando a empresa aplica moeda numa dada operação e recupera moeda resultante dessa aplicação. Como exemplo, uma empresa comercial tem que comprar mercadorias para poder colocá-las à venda. Dessa compra surge a obrigação de pagar ao fornecedor. Inicia-se o ciclo operacional, ou seja, associado à atividade da empresa. Após a venda dessas mercadorias, recebe do cliente e termina esse ciclo. Os ciclos estão associados à natureza das decisões.

Figura n.º 2 – Ciclos de atividade



Fonte: Fernandes *et al.* (2013), Relato financeiro: interpretação e análise, Vida Económica

Cada conjunto dessas atividades desenvolve-se a partir de decisões tomadas pela administração ou pelos responsáveis operacionais (decisão de comprar mercadorias, adquirir uma máquina ou obter financiamento bancário) e a partir da decisão é encetado um conjunto de atividades que desencadeiam fluxos físicos, financeiros e de tesouraria no sentido de a concretizar.

Muitas dessas decisões são rotineiras, fazem parte do quotidiano da empresa, outras têm natureza estratégica porque comprometem a empresa no médio longo prazo. A análise financeira preocupa-se com os fluxos financeiros.

A perspetiva integrada dos ciclos de atividade nas suas diversas dimensões permite uma melhor compreensão das respetivas interações, o que em temos de análise, obriga a observações, quer por ciclo, quer de forma integrada.

Figura n.º 3 – Operações associadas aos ciclos de atividade

Atividade operacional

Trata-se de operações efetuadas pela empresa no âmbito da sua atividade comercial, industrial ou de serviços. Agrupa os fluxos relacionados com a exploração normal da empresa – **ciclo de exploração** - ou seja, corresponde às atividades e decisões relacionadas com o aprovisionamento, produção e comercialização.

Estas atividades dão origem aos gastos e rendimentos (rédito) operacionais na demonstração dos resultados (DR). No balanço vai provocar aplicações (necessidades de recursos para financiar clientes e inventários), podendo-se obter em consequência, o crédito de fornecedores como fonte de algum financiamento.

De salientar que a duração do ciclo de produção não é igual para todas as empresas e de um modo geral as empresas industriais têm um ciclo de maior duração, pois existe

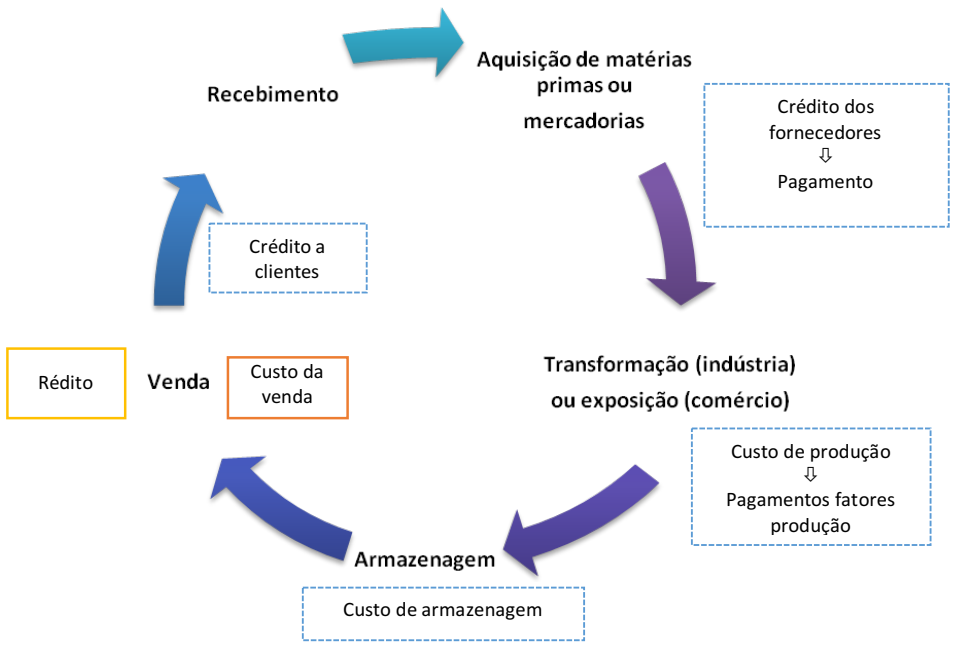
a atividade de produção. Numa empresa comercial o ciclo de exploração é por princípio menor, dado que não existe a atividade de transformação.

Mesmo tratando-se de duas empresas industriais, podem existir grandes diferenças na duração do ciclo de exploração: numa empresa de construção de edifícios, por exemplo, o ciclo de exploração é extremamente longo, dado o tempo necessário para a construção dos edifícios, enquanto numa empresa de fabricação de portas em madeira, esse ciclo é extremamente curto.

O ciclo de exploração integra uma dupla faceta, económica e financeira. O ciclo de exploração económico inicia-se com o processo de produção, ou seja, com a aquisição das matérias-primas/mercadorias e termina com a respetiva venda de produtos e/ou mercadorias. O ciclo financeiro de exploração é o ciclo que medeia entre os pagamentos e os recebimentos relacionados com o ciclo económico de exploração, pois os fluxos reais e financeiros não são coincidentes.

De uma forma esquemática:

Figura n.º 4 – Exemplo ciclo operacional



Fonte: Fernandes *et al.* (2013), Relato financeiro: interpretação e análise, Vida Económica

Atividades de investimento

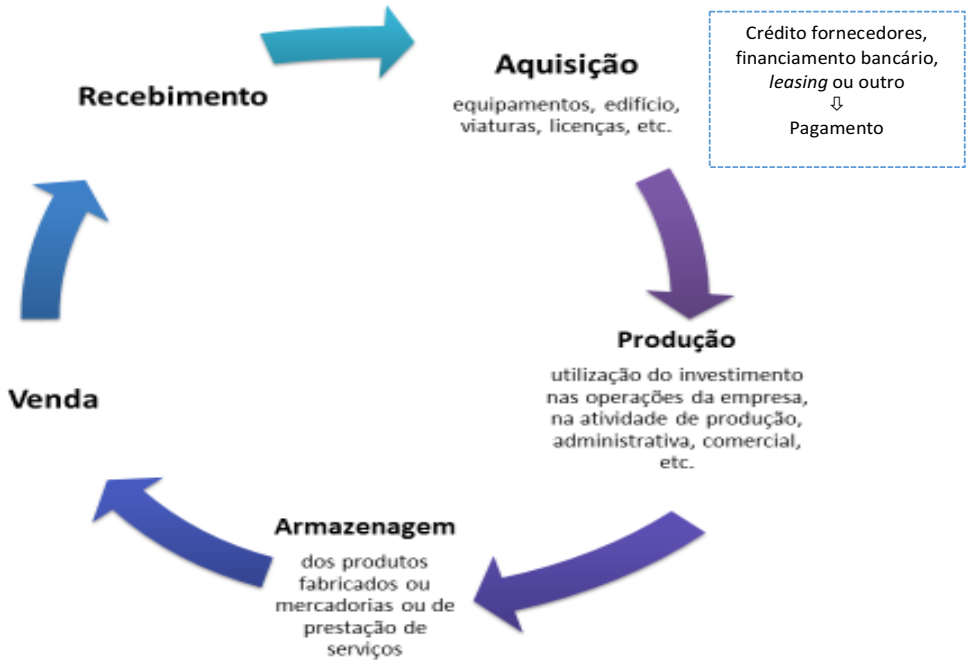
Engloba o conjunto de atividades e decisões respeitantes à análise e seleção de investimentos ou desinvestimentos (aquisição/venda de terrenos, edifícios, máquinas, viaturas, etc.). As operações que a empresa efetua neste ciclo de investimentos

conduzem a que no ativo surjam os investimentos (fixos tangíveis ou intangíveis) e do lado do passivo as dívidas aos fornecedores ou a outros financiadores, designadamente banca ou locadores.

Este ciclo é mais longo, pois leva mais tempo a recuperar o dinheiro, ou seja, o benefício proporcionado por um ativo fixo tangível ou intangível tem uma duração geralmente longa. A recuperação das quantias investidas é recuperada na venda dos produtos.

De uma forma esquemática:

Figura n.º 5 – Exemplo ciclo de investimento



Fonte: Fernandes *et al.* (2013), Relato financeiro: interpretação e análise, Vida Económica

Atividades de financiamento

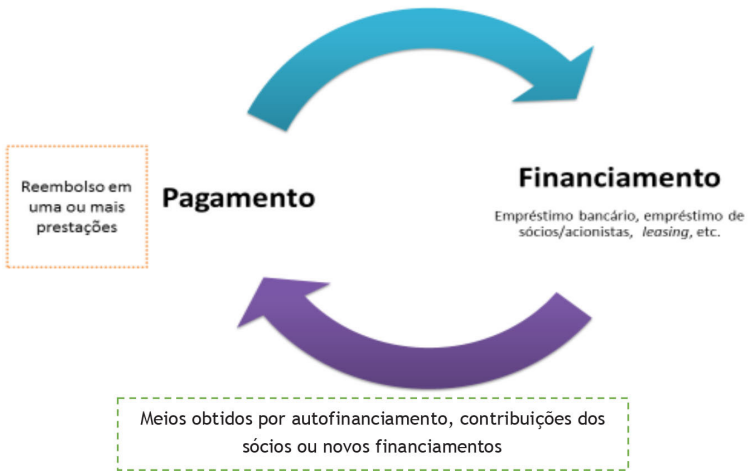
Integra as atividades de obtenção de fundos destinadas a financiar os investimentos e as necessidades de financiamento do ciclo de exploração. Podem-se considerar dois tipos de ciclos tendo em consideração o tempo de rotação dos fundos obtidos.

- **Ciclo de operações de capital** – visa obter capitais estáveis para financiar investimentos realizados. Trata-se, por exemplo, da obtenção de empréstimos com prazos de amortização superiores a um ano ou entregas de sócios /

acionistas a título de capital ou empréstimos também reembolsáveis em períodos longos para o financiamento da aquisição de terrenos, máquinas, edifícios, etc.

- **Ciclo de operações de tesouraria** – visa gerir as disponibilidades e as quase disponibilidades (recursos com elevada liquidez, ou seja, que rapidamente se transformam em dinheiro). Pretende-se assegurar a cobertura financeira a curto prazo e desta forma garantir que existem os recursos monetários necessários para fazer face às responsabilidades, nas respetivas datas de vencimento.

Figura n.º 6 – Exemplo ciclo de financiamento



Fonte: Fernandes *et al.* (2013), Relato financeiro: interpretação e análise, Vida Económica

2.3 FUNÇÃO FINANCEIRA

A vida da empresa pode ser percecionada como um conjunto de atividades e de fluxos de entrada e saída. Uma empresa para vender mercadorias desenvolve um conjunto de atividades comerciais que originaram a venda que dá origem a um fluxo físico (saída) de mercadorias. Para vender mercadorias a empresa tem de as comprar (desenvolveu atividades para procurar o fornecedor mais adequado, realizou a compra que deu origem ao fluxo de entrada de mercadorias). Ao vender as mercadorias criou um direito de receber as quantias respetivas (fluxo de entrada de tesouraria - recebimento que muitas vezes não é imediato, porque nalgumas atividades é prática conceder crédito), que utilizará para pagar aos seus fornecedores (fluxo de saída de tesouraria – pagamentos).

Cabe à gestão, na sua função de direção, coordenar toda a atividade e garantir que essa corrente de fluxos seja equilibrada e que a empresa seja rentável. A rendibilidade exprime a capacidade de gerar lucros que na perspetiva financeira corresponde à aptidão de gerar um excedente positivo nos fluxos financeiros.

Numa empresa existe uma multiplicidade de atividades e fluxos que são, por analogia, o sangue que alimenta as células da organização e lhes garante uma vida saudável. São exemplo as atividades de recrutamento, formação e gestão do pessoal, as atividades operacionais - *marketing*, produção de bens e/ou serviços, compras, vendas, aprovisionamento, as atividades de financiamento corrente e de investimento (obtenção atempada dos recursos ao melhor custo e com as melhores condições).

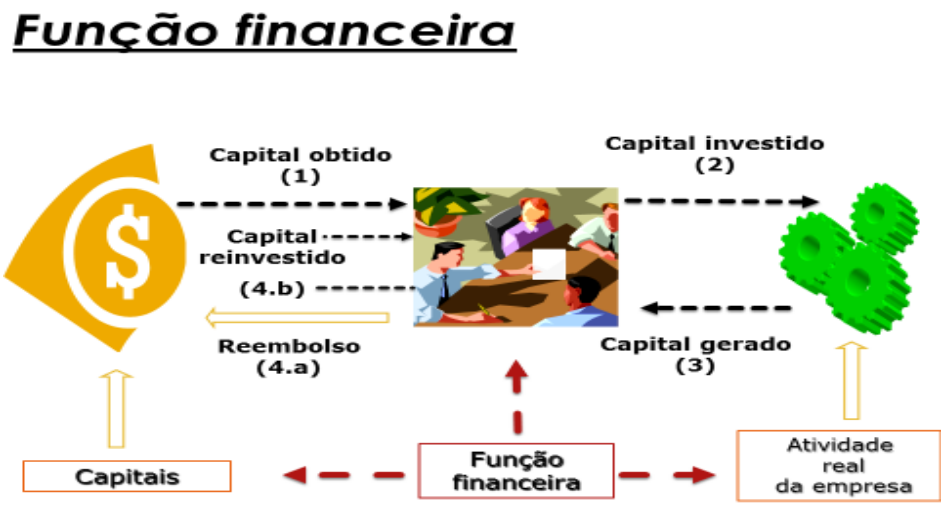
Nas grandes empresas existem departamentos por cada função (conjunto de atividades homogéneas), entregues a um ou mais responsáveis. São exemplo os departamentos de Recursos Humanos, Jurídico, Financeiro, Logística, *Marketing*, Operacional, etc., cujos nomes podem ser diferentes de empresa para empresa.

Em empresas de menor dimensão o número de responsáveis será menor pelo que cada responsável terá que coordenar várias funções.

À função financeira cabem os estudos e as atuações relacionadas com os meios financeiros necessários à atividade da empresa. Elencam-se como atividades desta função, que passam pela identificação e gestão dos seguintes aspetos:

- situação financeira do ponto de vista da liquidez, tesouraria e equilíbrio estrutural
- políticas de financiamento
- análise da situação económica do desempenho e do valor acrescentado
- risco económico, financeiro e global
- rendibilidade nas suas múltiplas vertentes
- funcionamento da gestão corrente
- política de dividendos
- etc.

Figura n.º 7 – Âmbito das funções da gestão financeira



2.4 ANÁLISE FINANCEIRA

À análise financeira competirá, por sua vez, a colheita de informações e o seu estudo de forma a se obter um julgamento seguro sobre a situação financeira da empresa. Poderá utilizar as fontes genéricas de informação designadamente as demonstrações financeiras (DF) obrigatórias face à legislação, bases de dados públicas ou privadas, assim como sistemas de informação específicos como a contabilidade de gestão e a contabilidade orçamental (previsional).

A análise financeira tem como objetivo analisar o desempenho histórico da empresa e avaliar a sua saúde financeira, para que esta alcance o desenvolvimento pretendido e a sua sobrevivência no seu ambiente concorrencial. Procura-se através do conhecimento antecipar o seu provável comportamento futuro.

Como todas as empresas atuam num dado contexto setorial, também se pode verificar se esta se encontra dentro dos parâmetros médios do setor e qual o grau de cumprimento dos objetivos traçados.

Os dados de outras empresas estão disponíveis por diversos meios, podendo-se obter informação agregada e tratada por várias entidades, designadamente o Banco de Portugal e o Instituto Nacional de Estatística (INE).

O Banco de Portugal disponibiliza através da Central de Balanços informação económica e financeira agregada com base nos setores de atividade económica, identificados pelo respetivo Código de Atividade Económica[1], baseada nos dados

1 https://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Paginas/default.aspx/

submetidos pelas empresas. Apresenta a informação por classes de dimensão - Microempresas, Pequenas, Médias ou Grandes empresas. Os cálculos são efetuados com base no número de pessoas ao serviço, volume de negócios e total de ativo relativos a cada empresa, o que permite que os indicadores obtidos na análise sejam comparados com empresas que se situam em escalões de dimensão semelhantes.

Também o INE[2] dispõe de informação setorial que pode ser utilizada como elemento de comparação. Tem como objetivo proporcionar às empresas e a outros interessados um conjunto de informação útil. Uma das vantagens desta informação, para as empresas, é permitir que estas determinem o seu posicionamento face ao respetivo setor de atividade e dimensão.

São diversos os utilizadores da informação empresarial (gestores, acionistas, trabalhadores, fisco, bolsa de valores, concorrentes, potenciais investidores, entre outros) que nem sempre têm interesses coincidentes. Por exemplo, nem sempre os interesses dos acionistas coincidem com os interesses das entidades financeiras. Os acionistas podem deliberar a distribuição de dividendos que prejudique o pagamento dos créditos dos bancos (ou fornecedores). Por outro lado, certas decisões dos gestores podem não ser do interesse dos acionistas por reduzirem a riqueza destes, como seja a realização de aquisições de empresas a preços sobrevalorizados. Também não serão coincidentes os interesses do fisco com os dos gestores (e acionistas). Na possibilidade de escolha entre várias opções contabilísticas, os gestores podem preferir soluções que minimizem os resultados tributáveis.

Estes diferentes interesses podem condicionar a informação apresentada, o *timing* ou a seleção de informação que privilegie uma das partes.

Adotando a perspetiva da empresa e dos seus proprietários, a avaliação e interpretação da situação económico-financeira de uma empresa centra-se nas seguintes questões fundamentais (Vale, 2015):

- equilíbrio financeiro (situação financeira)
- equilíbrio económico (situação económica)
- funcionamento
- rendibilidade
- risco
- política de dividendos

- A análise do equilíbrio financeiro ou da situação financeira tem como base principal as rubricas do balanço e quantifica as relações entre elas. Deve ser realizada nas perspetivas do médio prazo, curto prazo e numa análise integrada. Nesta análise é geralmente utilizada, entre outros, a estrutura do

2 https://www.ine.pt

balanço, o balanço esquemático e indicadores ou rácios do fundo de maneio (FM), solvabilidade, autonomia financeira (ótica do médio prazo) e de liquidez geral, reduzida e imediata, necessidades de fundo de maneio (NFM), estes na ótica do curto prazo.

- Na análise da situação económica quantifica-se as relações entre as rubricas da DR. Compreende a análise da estrutura de rendimentos e gastos e da criação de valor bruto. Deverão ser apresentadas sobre a forma a percentual, rácios e indicadores como o volume de negócios, margem bruta ou margem bruta de contribuição (MB), meios libertos brutos e líquidos resultados operacionais, resultados líquidos, valor acrescentado bruto e produtividade.

- A análise do funcionamento da empresa centra-se nas diversas políticas de gestão corrente que poderá ser analisada a partir de rácios como os prazos médios de pagamento e recebimento, prazos médios de *stocks* e custo médio do capital alheio; poderão ainda ser utilizados os rácios de rotação dos diferentes tipos de inventários. Deverão ser ainda abordadas neste ponto, as políticas de financiamento utilizadas pela empresa, nomeadamente no que se refere aos tipos de produtos financeiros e às condições atuais (custos, prazos, etc.) e sua adequabilidade às características da empresa.

- A análise da rendibilidade deve ser realizada nas diversas vertentes apoiadas na DR e balanço para alguns indicadores, sendo utilizados rácios como a rendibilidade das vendas, rendibilidade económica do ativo e dos capitais próprios. Estes últimos rácios deverão ser desagregados, permitindo obter informação como a margem bruta ou de contribuição das vendas, o efeito dos gastos fixos, o efeito dos resultados financeiros e fiscal, rotação do ativo e da estrutura financeira.

- A análise do risco envolve as componentes do risco económico (com ênfase no peso dos gastos fixos) e risco financeiro e a componente financeira (com ênfase nos gastos financeiros). São utilizados diversos rácios tais como o ponto morto económico, margem de segurança operacional, ponto morto financeiro, margem de segurança financeira, grau económico de alavanca, grau financeiro de alavanca, grau combinado de alavanca, efeito económico de alavanca e efeito financeiro de alavanca.

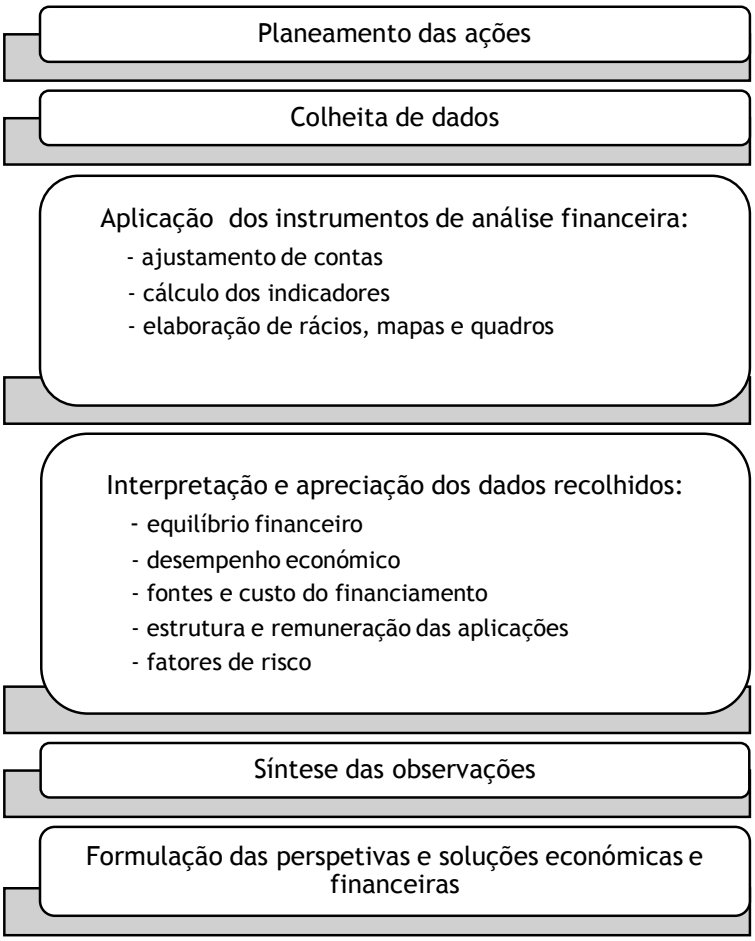
- Na análise da política de dividendos verifica-se a distribuição dos resultados. Deverão ser utilizados rácios e indicadores como o de distribuição dos

dividendos, rácio de retenção do resultado, fator de crescimento interno e taxa de crescimento sustentável.

O processo de análise socorre-se de um conjunto de técnicas e procedimentos para melhor se compreender os números apresentados em documentos contabilísticos (destinados à divulgação externa, como o balanço, DR, demonstração de fluxos de caixa ou outros) ou documentos extra contabilísticos (documentos internos para uso restrito) que incluem as variáveis ausentes nos outros documentos e permitem esclarecer a situação presente e dão indicações como atuar em situações futuras.

Esquematicamente pode-se descrever a atividade do analista financeiro em diversas fases de um processo sistemático desenvolvido anualmente:

Figura n.º 8 – Processo de análise financeira



Ambas as funções/atividades deverão ter como quadro de referência as estratégias e os objetivos traçados. Neste capítulo incide-se sobre as principais técnicas de análise do balanço e da DR, documentos publicados pelas empresas e que dão importante

informação sobre a composição dos recursos utilizados, das principais fontes de financiamento (balanço) e do desempenho da entidade (DR).

Para que o resultado da análise seja útil deverá conter apenas a informação necessária e suficiente, ser apresentada de uma forma estruturada, normalizada e utilizar a representação gráfica para os indicadores / variáveis chave para a tomada da decisão.

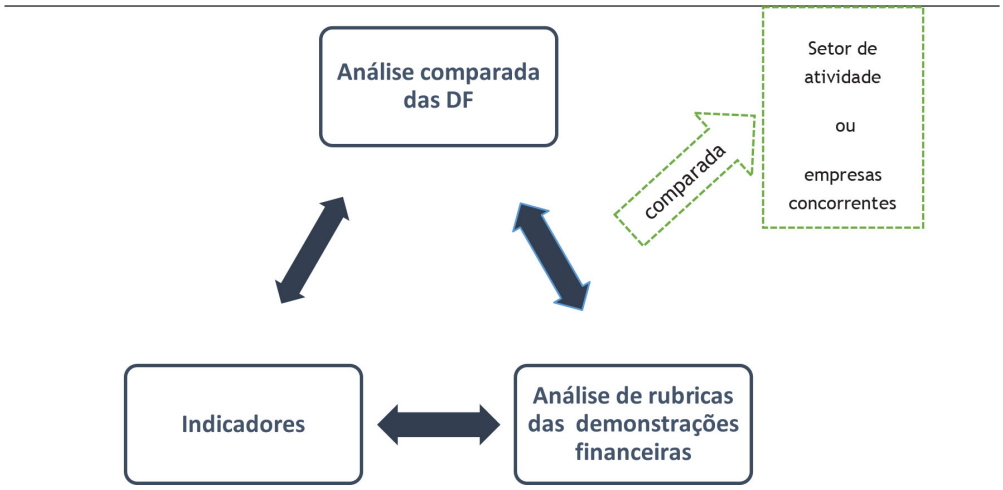
2.4.1 Técnicas da análise financeira

As técnicas da análise financeira têm como base as DF apresentadas pela contabilidade, nomeadamente o já referido balanço, a DR e a de fluxos de caixa, na sua forma "contabilística" ou na forma "ajustada" para efeitos de análise (e.g. balanço organizado com base no Sistema de Normalização Contabilística (SNC) e o balanço funcional organizado com base nos conceitos da análise financeira de liquidez e exigibilidade).

Considerando as diferenças significativas que podem existir entre as duas bases de análise, qualquer das técnicas utilizadas devem ser em atenção a sua comparabilidade interna e externa, informando as suas fontes de apuramento.

Devem utilizar-se várias técnicas cujos resultados se complementam. As técnicas mais utilizadas incluem:

Figura n.º 9 – Técnicas de análise financeira



Fonte: Fernandes *et al.* (2013), Relato financeiro: interpretação e análise, Vida Económica

1. **Comparação das demonstrações financeiras** – sabe-se que o balanço fornece informação patrimonial e financeira, que a DR informação económica e a demonstração de fluxos de caixa informação da tesouraria.

   Da análise de vários períodos pode-se obter informação dinâmica suportada na análise dos fluxos financeiros sobre a evolução económica e financeira da empresa. A análise deve abranger períodos homólogos, sendo aconselhável utilizar a informação dos últimos 3 a 5 anos. A análise estática – apenas 1 ano – é limitada nas suas conclusões.

   A comparação sucessiva dos balanços, demonstrações dos resultados e demonstrações de fluxos de caixa, deve ser feita em valores absolutos (comparar as diversas rubricas evidenciando as respetivas diferenças positivas ou negativas) e em valores relativos (comparar as referidas diferenças através de percentagem).

   O mapa onde se registam as diferenças entre as diversas rubricas denomina-se Mapa de Mutação de Valores.

Exemplo:

Balanço	20x3		20x2		20x1		Variação	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	20x3/20x2	20x2/20x1
Ativo								
Ativo não corrente								
Ativo fixo tangível	500.000	50	450.000	56	300.000	50	(500.000-450.000) / 450.000 = **0,11**	(450.000- 300.000) / 300.000 = **0,50**
Ativo intangível	40.000	4	50.000	6	50.000	8	(40.000-50.000) /50.000 = **- 0,20**	(50.000 – 50.000) = **0**

Ativo corrente								
Inventários	120.000	12	100.000	13	80.000	13	(120.000-100.000) /100.000= **0,20**	(100.000-80.000) /80.000= **25**
Clientes	45.000	4,5	30.000	4	40.000	7	(45.000-30.000) / 30.000= **0,50**	(30.000-40.000) / 40.000= **-0,25**

Total ativo	**1.000.000**	**100**	**800.000**	**100**	**600.000**	**100**	(1.000.000-800.000) /800.000= 0.**25**	(800.000-600.000) /600.000 = **0,33**

2. **Análise das diversas rubricas das demonstrações financeiras** – Esta técnica consiste na análise das diversas rubricas constantes nas DF e é em geral um complemento da técnica atrás mencionada. Um exemplo será decompor o item inventários nos seus diversos elementos.

Exemplo:

Balanço	20x3		20x2		20x1	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%

Inventários	**1.000.000**	**10% ativo**	**800.000**	**9% ativo**	**800.000**	**10% ativo**
Mercadorias	200.000	20%	200.000	25%	150.000	19%
Produtos acabados	100.000	10%	100.000	13%	200.000	25%
Produção em curso	500.000	50%	300.000	37%	200.000	25%
Matérias-primas	200.000	20%	200.000	25%	250.000	31%

Total ativo	**10.000.000**		**9.000.000**		**8.000.000**	

3. **Indicadores** – são elementos de informação de natureza qualitativa ou quantitativa utilizados para caracterizar determinada situação, que permitem realizar um juízo sobre a situação económica e financeira da empresa e geralmente relevantes para a monitorização e tomada de decisão.

   Os rácios são frequentemente utilizados como indicadores, quer financeiros, quer económicos. Os rácios são relações entre duas grandezas e geralmente obtidos pelo quociente entre duas ou mais rubricas integradas nas DF. No entanto outros indicadores não financeiros são utilizados como os índices de satisfação dos clientes, número de reclamações, assiduidade, etc.

   É frequente agrupar os rácios financeiros em diversas categorias tendo em conta os seus objetivos:

   - **Rácios de estrutura** calculados a partir das origens de fundos que traduzem a estrutura do financiamento da empresa, destacando o grau de estabilidade e autonomia associadas às origens, grau de exigibilidade e proveniência.
   - **Rácios de síntese** que comparam elementos do passivo e dos capitais próprios com elementos do ativo, procurando determinar as condições de equilíbrio financeiro da empresa.
   - **Rácios de rotação** calculados através da comparação entre as rubricas do balanço e dos fluxos que caracterizam a atividade.
   - **Rácios de rendibilidade** calculados a partir da DR e comparam o valor dos resultados com os valores que caracterizam o fluxo da atividade (por exemplo, o volume de negócios) ou então com as rubricas de origens e aplicações de fundos.

- **Exemplos:**
  - Variação da vendas (%) $= \frac{\text{Vendas}_N - \text{Vendas}_{N-1}}{\text{Vendas}_N}$ x 100
  - Rentabilidade dos capitais próprios (%) $= \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capitais próprios}}$ x 100

Nota:

(1) Por uma questão de simplificação referem-se os rendimentos da atividade operacional por **vendas**. Este termo corresponde, na generalidade das situações ao **volume de negócios** incluindo, quer vendas, quer prestação de serviços

(2) Muitos dos rácios utilizam a base contabilística e não a base funcional.
Como exemplo refira-se **o ativo fixo tangível:**
- no balanço contabilístico corresponde ao ativo bruto deduzidos das depreciações e imparidades
- no balanço funcional, corresponde ao ativo bruto (ativo líquido do balanço contabilístico acrescido das depreciações e imparidades)

A correção do ativo líquido para ativo bruto tem como contrapartidas capitais próprios (autofinanciamento), pelo que:
- no balanço contabilístico os capitais próprios correspondem as rubricas da classe 5, acrescidos dos resultados líquidos do período
- no balanço funcional, corresponde aos capitais próprios contabilísticos acrescidos das depreciações e imparidades (autofinanciamento).

Face às diferentes bases que os analistas podem usar na construção dos seus indicadores é aconselhável que estas estejam sempre definidas para o respetivo indicador.

2.4.2 Limitações das técnicas de análise

A análise financeira é um instrumento que deve ser utilizado para procurar respostas para questões importantes, sejam quantificáveis ou não, pelo que deverá ser utilizado em função das necessidades do seu utilizador.

Como instrumento quantitativo é muito útil na compreensão da vida económica e financeira de uma empresa. No entanto, os resultados obtidos devem ser lidos num contexto mais vasto, dado existirem fatores de natureza qualitativa, que afetam a vida empresarial, designadamente a ética dos negócios, a motivação, a competência técnica, etc.

Os rácios são uma técnica muito utilizada para a análise económica e financeira porque traduz de uma forma simples indicadores importantes para a gestão. Permitem que

mais facilmente se acompanhe a evolução histórica de uma empresa e a comparação com outras que atuam na mesma área de negócio.

A técnica dos rácios, apesar da sua importância, deve ser sempre vista como um complemento a outras técnicas e não apenas como o único instrumento de análise. Os rácios e outros indicadores não conduzem a conclusões, mas sim a indícios. A sua importância aumenta quando existem valores de referência para comparação entre os valores históricos da empresa e valores de outras empresas, dentro do mesmo setor.

Outras limitações da análise das DF e da utilização de algumas técnicas especificamente os rácios, devem ser consideradas, nomeadamente:

- Os relatórios financeiros não contêm toda a informação empresarial;
- Erros, lapsos ou outras incorreções existentes nas DF afetarão os rácios e outras leituras;
- As políticas contabilísticas praticadas, designadamente na área das depreciações, imparidades e provisões afetam as quantias inscritas e a comparabilidade com empresas com políticas diferentes;
- Empresas interligadas podem utilizar uma política de preços de transferência, diferentes dos preços de mercado;
- Devem ser utilizadas bases de comparação para os indicadores da empresa. Podem-se utilizar os relatórios de empresas concorrentes ou recorrer a algumas fontes de informação (entidades que compilam informação setorial), tais como associações de indústria e comércio e Banco de Portugal ou outras bases de dados disponíveis no mercado;
- Em relação aos rácios diversas limitações/ considerações devem ser tidos em conta, designadamente:
    - Não existe uma estrutura normalizada para cada rácio, nem existe consenso dos mais importantes para tipificar cada situação
    - Os rácios não valem só por si, devendo ser integrados em conjunto com outra informação da empresa e comparada por setor, empresas concorrentes e ao longo de vários anos
    - Os rácios geralmente não integram informação de natureza qualitativa (intangíveis gerados internamente e não reconhecidos, capital intelectual, notoriedade da marca dou empresa, etc.)
    - A interpretação dos indicadores depende do analista e do seu conhecimento da empresa e do contexto exterior
    - O efeito sazonalidade pode deturpar a informação obtida e as grandezas em comparação devem ser comparáveis, quer no conteúdo, quer no valor apresentado.

3. AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E AJUSTAMENTOS

3.1. FONTES DE INFORMAÇÃO

De acordo com a Estrutura Conceptual do SNC as DF de uma empresa devem proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade que seja útil a um vasto leque de utentes na tomada de decisões económicas. Contudo, para efeitos de análise financeira e económica, para além da informação integrada nas DF, concorre um conjunto de elementos que constam, quer noutros documentos divulgados em conjunto (relatório de gestão, parecer de auditoria), quer ainda informações comerciais, bancárias e outras obtidas no decorrer da atividade.

Concorre ainda para a análise económica e financeira um conjunto de informações, de natureza qualitativa, que resulta da identificação de alguns aspetos designadamente:

- Ramo de atividade, natureza jurídica, participações noutras entidades, contratos, partes relacionadas, garantias concedidas ou obtidas, património dado como garantia, incidentes, informações comerciais, outras informações.

- Distribuição geográfica das atividades, tipologia de organização e quadros responsáveis, capacidade de gestão, política de *marketing*, política pessoal, processo tecnológico, nível de qualidade da mão de obra, certificações, etc.

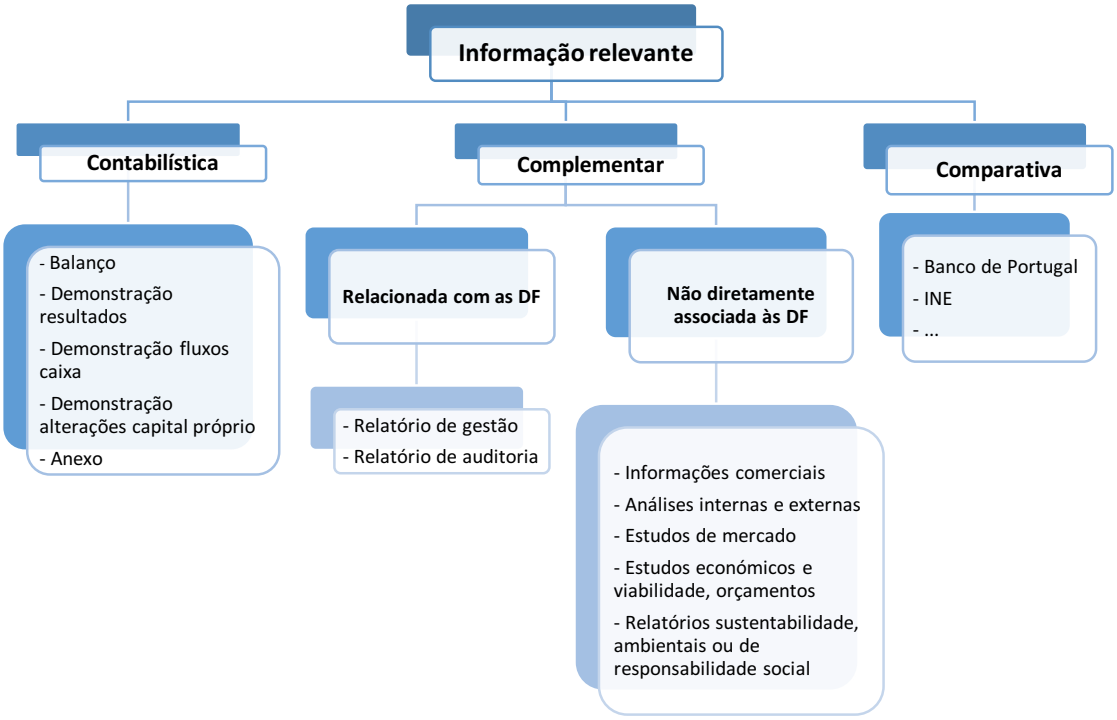
- Principais concorrentes e clientes, componente exportadora, envolvente macroeconómica, constrangimentos setoriais designadamente ao nível regulamentar, aspetos jurídicos e fiscais relevantes para o setor, tendências dos mercados, tendências de inovação nos produtos e tecnologia, etc.

A complementaridade das diversas fontes de informação permite evitar uma possível distorção induzida por diversos fatores, designadamente o efeito de sazonalidade, alterações de políticas contabilísticas e outros aspetos conjunturais ou estruturais, melhorando desta forma a qualidade da informação utilizada.

Esta informação pode permitir, quando necessário, ajustar as DF da empresa antes de proceder à sua análise, proporcionando desta forma uma imagem verdadeira e apropriada da sua situação económica e financeira.

De uma forma sintética pode-se apresentar as principais fontes de informação relevante para uma análise económica e financeira:

Figura n.º 10 – Fontes de informação



3.2. ASPETOS RELEVANTES NA PERSPETIVA FINANCEIRA

Quanto à informação financeira é aconselhado a utilização de documentos com maior detalhe. As rubricas do balanço estão muito agregadas pelo que o suporte de informação deverá ser um balancete analítico, com o grau de detalhe considerado adequado.

Também se deverá introduzir no tratamento e análise da informação aspetos que resultam das limitações, ênfases ou reservas colocadas por revisor, que se não forem corrigidas (quando aplicável) poderão ocasionar deficientes interpretações dos dados.

Outros elementos decorrem da leitura combinadas das notas do anexo e das demonstrações relacionadas. A Estrutura Conceptual e as Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF) prescrevem as características qualitativas exigíveis às DF e um conjunto de orientações ao nível do reconhecimento, mensuração e apresentação no âmbito dos temas específicos de cada norma, cabendo ao anexo (com algumas exceções) a componente divulgação.

De acordo com a Estrutura Conceptual, a utilidade da informação financeira decorre da obediência de um conjunto de características qualitativas, designadamente a relevância, a fiabilidade, compreensibilidade e a comparabilidade:

- A relevância é a qualidade que a informação tem, de influenciar as decisões dos seus utilizadores, ajudando-os a avaliar factos passados, confirmar previsões anteriores e preparar eventos futuros
- A fiabilidade é a qualidade que a informação deve ter, para que o utilizador lhe confira confiança, pelo que tem de estar liberta de erros materiais e de juízos prévios, mostrando apropriadamente o que tem por finalidade apresentar, ou seja tem que verificar uma representação fidedigna, manter a substância sobre a forma, garantir neutralidade, adotar a prudência e garantir a plenitude
- A compreensibilidade é a qualidade que a informação deve ter para ser compreendida rapidamente pelos utentes da informação financeira, pressupondo que estes têm um razoável conhecimento das atividades económico-empresariais e da contabilidade e vontade de estudar a informação com razoável diligência
- A comparabilidade é a qualidade que permite que os utentes possam ser capazes de efetuar comparações entre as DF de uma empresa ao longo de vários exercícios económicos e entre diferentes empresas num mesmo exercício económico, logo com políticas consistentes.

Para a obtenção dos aspetos acima referidos, são tidos como relevantes, numa fase prévia de preparação de informação e eventualmente para a compreensão dos números contabilísticos o definido nas NCRF respetivas e as exigências de divulgação no anexo.

O anexo é um documento fortemente ligado às demais DF. Nele é divulgada informação acerca das bases de preparação das DF e políticas contabilísticas usadas, e outras divulgações exigidas pelas NCRF que não sejam apresentadas noutras DF. Serve, também para proporcionar informação adicional que não seja apresentada noutras DF, mas que seja relevante para uma melhor compreensão de qualquer uma delas (NCRF 1, § 42).

A estrutura e a forma de organização alfanumérica do anexo dependem de cada entidade. Cumprindo a ordem estabelecida na NCRF 1, § 44, há liberdade para encontrar o melhor modelo que facilite na obtenção de dados e/ou informações adicionais às outras DF.

Referem-se alguns, a título ilustrativo, alguns aspetos a ter em conta na apreciação do grau de cumprimentos das NCRF:

- **Alterações de políticas contabilísticas e erros (NCRF 4):** identificar a natureza da alteração na política contabilística, quantias de ajustamento (período e períodos anteriores), alteração de estimativas e erros materiais de períodos anteriores e em que medida e modo foram corrigidos (nota 6 do anexo)

- **Partes relacionada (NCRF 5):** identificação das pessoas e entidades participantes e participadas e, entre outros aspetos, remunerações e transações e saldos pendentes (nota 7 do anexo)

- **Ativos intangíveis (NCRF 6):** identificação das aquisições, amortizações e alienações do período. Critérios de reconhecimento e mensuração, designadamente quanto ao *goodwill* (de participações contabilizadas ao método de equivalência patrimonial (MEP) ou de concentração de atividades empresariais), intangíveis gerados internamente (despesas de desenvolvimento), critérios de atribuição do justo valor a intangíveis adquiridos em processos de concentração de atividades empresariais, políticas de revalorização, critérios de determinação da vida útil, métodos de análise das perdas por imparidade (NCRF 12) e respetivos elementos (taxa de desconto, período de análise, tratamento do valor residual do investimento) (notas 8 e 14 do anexo)

- **Ativos fixos tangíveis (NCRF 7):** identificação das aquisições, depreciações e alienações do período. Critérios de reconhecimento e mensuração, designadamente quanto obtidos numa concentração de atividades empresariais), políticas de revalorização, critérios de determinação da vida útil, métodos de análise das perdas por imparidade (NCRF 12) e respetivos elementos (taxa de desconto, período de análise, tratamento do valor residual do investimento) (notas 9 e 14 do anexo)

- **Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas (NCRF 8):** identificação dos ativos e passivos relacionados, resultados e fluxos de caixa e eventuais ativos e operações a alienar/descontinuar (nota 10 do anexo)

- **Locação financeira (NCRF 9**): identificar locações operacionais e financeiras e a quantia líquida de cada categoria de ativo, rendas contingentes e descrição geral do acordo. Identificar transações de venda seguida de locação (nota 11 do anexo)

- **Custos de empréstimos obtidos (NCRF 10):** identificar a consistência das políticas de capitalização dos juros e respetivas taxas de capitalização (nota 12 do anexo)

- **Propriedades de investimento (NCRF 11): identificar o** modelo aplicado (justo valor ou custo), formas de determinação do justo valor designadamente

métodos e pressupostos significativos aplicados. Identificar, entre outros aspetos, as quantias reconhecidas nos resultados referentes aos rendimentos de rendas de propriedades de investimento. Caso a entidade aplique o modelo do custo deve indicar os métodos de depreciação usados, quantia escriturada bruta, depreciação acumulada e as perdas por imparidade acumuladas (nota 13 do anexo)

- **Investimentos financeiros (NCRF 13, 14 e 15)**: identificar informação relevante em relação a investimentos em associadas e subsidiárias e interesses em empreendimentos conjuntos. As notas 15, 16 e 17 do anexo dão orientações quanto aos aspetos principais

- **Inventários (NCRF 18):** identificar, entre outros aspetos, as políticas contabilísticas adotadas na mensuração dos inventários e fórmula de custeio usada, quantia de inventários escriturada pelo justo valor menos os custos de alienação (no caso de corretores/ negociantes), a quantia de inventários reconhecida como um gasto durante o período e a quantia de ajustamento / reversão de inventários reconhecida como um gasto do período. Deve-se igualmente identificar os inventários dados como penhor de garantia a passivos e os juros incluídos nos custos de produção de inventários (nota 20 do anexo)

- **Provisões, passivos e ativos contingentes (NCRF 21)**: identificar cada classe de provisão, a quantia escriturada, quantias adicionais e as utilizadas ou revertidas no período, assim como os aumentos durante o período na quantia descontada proveniente da passagem do tempo e o efeito de qualquer alteração na taxa de desconto. Deve-se ainda identificar a natureza dos passivos contingentes e estimativa do seu efeito financeiro. Para os ativos contingentes deve identificar a sua natureza, a probabilidade de um influxo de benefícios económicos, assim como uma estimativa do seu efeito financeiro, caso seja praticável (nota 23 do anexo).

3.3. AJUSTAMENTOS NA INFORMAÇÃO CONTABILÍSTICA

Os ajustamentos na informação financeira são realizados com dois objetivos principais:

- A correção de valores, quando pertinente, no sentido de melhorar a qualidade da informação utilizada.

- Converter a informação contabilística em informação financeira.

O primeiro caso - correção de valores - pode ocorrer quando se introduzem correções resultantes de reservas constantes na certificação legal de contas. Estas reservas podem condicionar fortemente a utilidade das DF pelo que, se os montantes em causa forem materiais, deve-se proceder à sua correção. São exemplos de temas sujeitas a reservas:

- Dívidas em mora não evidenciadas
- Créditos incobráveis não evidenciados
- Hipotecas, penhores, empréstimos, etc. efetivos ou potenciais, que possam afetar o património da empresa
- Imparidades não reconhecidas
- Revalorizações de ativos que não obedeceram às normas contabilísticas
- Depreciações / amortizações com critérios meramente fiscais
- Situações supervenientes ao fecho de contas, mas anteriores à divulgação das DF

Estes ajustamentos, quando baseados em informação não quantificada (por exemplo reservas na certificação legal de contas) deverão ser integrados de forma a analisar o seu impacto, utilizando critérios de razoabilidade.

Em regra, o balanço contabilístico já reflete de forma verdadeira e apropriada a situação patrimonial da empresa pelo que apenas se justifica que sejam feitas as correções decorrentes da Certificação Legal de Contas ou de informações sobre factos supervenientes com impacto significativo.

Muitos dos ajustamentos envolvem simultaneamente o balanço e a DR por naturezas. Os mapas de apoio as operações de ajustamento das peças contabilísticas podem ter uma estrutura semelhante à que se apresenta (Monteiro e Almeida, 2010):

Mapa de trabalho: Balanço

Rúbricas	*Saldo 31/12/N*	*Ajustamentos*				*Saldo retificado*
		Débito		Crédito		
Ativos não correntes						
Ativos fixos tangíveis						
Ativos intangíveis						

Ativos correntes						
Inventários						
Clientes						
---			(a)		(a)	

Mapa de trabalho: Demonstração dos resultados

Rúbricas	*Saldo 31/12/N*	*Ajustamentos*		*Saldo retificado*
		Débito	Crédito	
Rendimentos e gastos exploração				
Vendas e serviços prestados				
Subsídios à exploração				

Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas (CMVMC)				
Fornecimentos e serviços externos				
Gastos com pessoal				

Depreciações / amortizações				
Resultado operacional				
Rendimentos gastos extraexploração				
Rendimentos extra exploração				
Gastos extra exploração				
Resultado antes juros e impostos				
Resultados financeiros				
Resultados antes de impostos				
Resultado líquido do período		(a)	(a)	

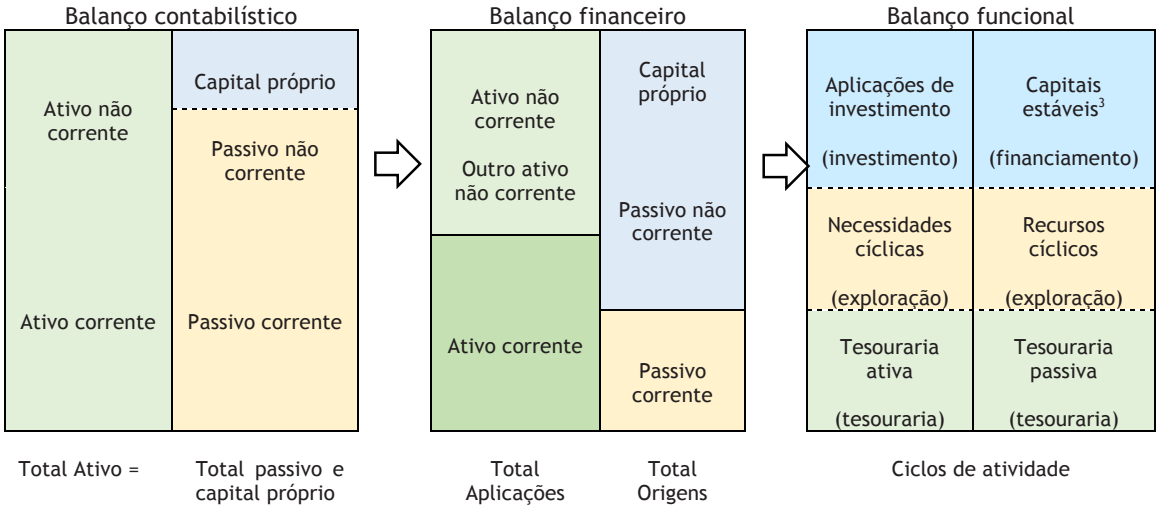
(a) Coluna de notas justificativas das correções

3.3.1. Do balanço contabilístico ao balanço funcional

Os ajustamentos relacionados com a conversão da informação contabilística em informação financeira resultam do enfoque específico desta disciplina. Trata-se de transformar o balanço contabilístico em balanço financeiro, com as correções que resultem da melhoria da informação, e posteriormente num balanço funcional que resulta da reclassificação das rubricas do balanço financeiro.

O balanço financeiro distingue-se do balanço contabilístico porque valoriza os ativos e passivos em função da sua liquidez e exigibilidade, respetivamente, independentemente da classificação como ativos ou passivos correntes. Por exemplo, os *stocks* de segurança, que no balanço contabilístico estão sempre em ativo corrente, no balanço financeiro deverão ser classificados como ativos não correntes.

O balanço funcional utiliza os critérios do balanço financeiro, mas agrupa os ativos e passivos na lógica das origens e aplicações associadas aos ciclos de atividade.



O balanço (demonstração da posição financeira) reflete, na perspetiva financeira, equilíbrio entre as origens e aplicações de fundos:

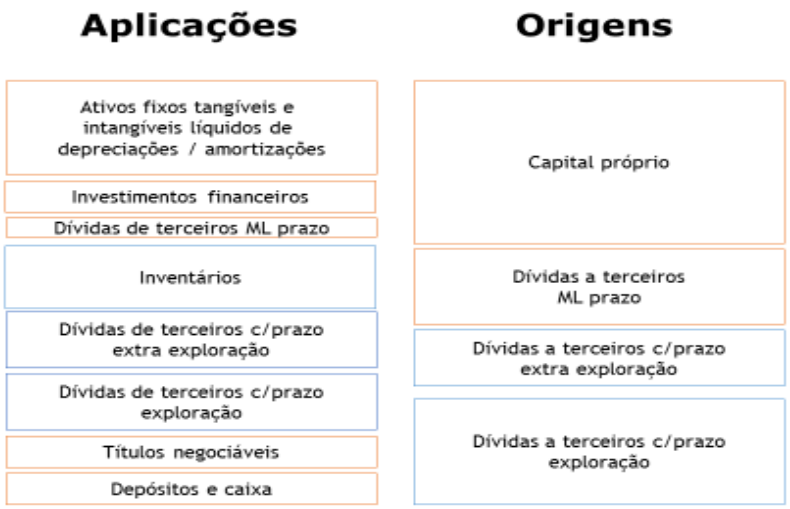
- **Aplicação de fundos** são os bens e direitos controlados pela empresa (ativos) decorrentes de acontecimentos passados;

- **Origens de fundos** são os meios utilizados para financiar os ativos e são compostos, essencialmente por recursos próprios oriundos dos proprietários e gerados internamente e recursos alheios resultantes da atividade operacional (fornecedores, Estado, etc.) ou de operações de financiamento.

Numa primeira análise pode-se observar os grandes subgrupos patrimoniais na lógica da origens e aplicações:

[3] Também designado por fundos ou recursos estáveis

Figura n.º 11 – Balanço na ótica das origens e aplicações



Que de uma forma mais detalhada e como resultado das operações de ajustamento do balanço contabilístico para construção do balanço funcional pode ser apresentada da seguinte forma:

Exemplo de balanço contabilístico *versus* balanço financeiro

Balanço contabilístico	Balanço financeiro
Ativo não corrente	**Ativo não corrente**
Investimentos	***Investimentos***
Ativos fixos tangíveis	*Ativos fixos tangíveis (ilíquido)*
Ativos intangíveis	*Ativos intangíveis (ilíquido)*
Propriedades de investimento	*Propriedades de investimento*
Investimentos financeiros	*Investimentos financeiros*
Acionistas / Sócios	*Acionistas / Sócios*
Outros ativos financeiros	*Outros ativos financeiros*
Ativos por impostos diferidos	*Ativos por impostos diferidos*
	Depreciações e amortizações acumuladas
	Outros ativos não correntes
	- *Adiantamentos a fornecedores investimento*
	- *Outras contas a receber (Médio/longo prazo)*
	- *Diferimentos - Médio/longo prazo*
	- *Inventários (monos)*
	- *Depósitos cativos / caução*
Ativo corrente	**Ativo corrente**
Inventários	*Inventários*
Ativos biológicos	*Ativos biológicos*
Clientes	*Clientes*
Outros contas a receber	*Outros contas a receber*
Adiantamentos a fornecedores	*Adiantamentos a fornecedores*
Estado e outros entes públicos	*Estado e outros entes públicos*
Diferimentos	*Diferimentos*
Outros ativos financeiros	
Ativos não correntes detidos para venda	
Instrumentos financeiros detidos para negociação	
Caixa, depósitos bancários	*Caixa, depósitos bancários e outros ativos realizáveis a curto prazo*
Total do ativo	**Total das aplicações**

Na perspetiva contabilística a generalidade das rúbricas do capital próprio está associada a uma não exigibilidade, já o passivo pode ser ordenado de acordo com a perspetiva de liquidação temporal em médio/longo prazo (não corrente) ou de curto prazo (corrente).

Do ponto de vista da perspetiva financeira as contas do passivo e capital próprio são vistas na ótica de origem de fundos ou fontes de financiamento. As entidades financiam-se com capitais próprios (capitais investidos pelos seus sócios ou acionistas) e resultados e reservas criadas e retidas e com o capital de terceiros, tais como, créditos obtidos dos seus fornecedores, entidades bancárias, Estado e outros credores.

Balanço contabilístico	**Balanço financeiro**
Capitais próprios	**Capitais estáveis**
	Capitais próprios
Capital social	*Capital social*
Prestações suplementares	*Prestações suplementares*
Reservas	*Reservas*
Resultados transitados	*Resultados transitados*
Resultado líquido do período	*Resultado líquido do período*
Passivo não corrente	**Passivo não corrente**
Credores M/L prazo	*Credores M/L prazo*
Provisões	*Provisões*
Financiamentos obtidos	*Financiamentos obtidos*
Outras dívidas a pagar	*Outras dívidas a pagar*
Sócios Acionistas	***Outros passivos não correntes***
Passivo corrente	**Passivo corrente**
Fornecedores	*Fornecedores*
Outros credores curto prazo	*Outros credores curto prazo*
Adiantamentos de clientes	*Adiantamentos de clientes*
Estado e outros entes públicos	*Estado e outros entes públicos*
Financiamentos obtidos	*Financiamentos obtidos*
Outros passivos correntes	*Outros passivos correntes*
Diferimentos de rendimentos	*Diferimentos de rendimentos*
Total Passivo + Capitais próprios	**Total origens**

O balanço funcional pode ser elaborado sob diversas óticas, de acordo com os objetivos da análise. A abordagem pelos ciclos de atividade permite analisar os equilíbrios entre os diversos tipos de origens e aplicações, tendo em consideração as atividades de exploração, de investimento e investimento.

Exemplo de balanço funcional

Aplicação de fundos	Ativo	Capitais próprios e Passivo	Origens de fundos
Investimentos	**Ativo não corrente** ***Investimentos*** *Ativos fixos tangíveis (brutos)* *Ativos intangíveis (brutos)* *Propriedades de investimento* *Investimentos financeiros* *Acionistas / Sócios* *Outros ativos financeiros* *Ativos por impostos diferidos* ***Outros ativos não correntes*** - *Adiantamento a fornecedores de investimentos* - *Outras contas a receber (Médio/longo prazo)* - *Diferimentos (Médio/longo prazo)* - *Inventários (Monos)* - *Depósitos cativos / Caução*	***Capitais próprios*** *Capital social* *Prestações suplementares* *Reservas* *Resultados transitados* *Depreciações e amortizações acumuladas* - - - - - - - - - - - - - - - - - - **Passivo não corrente** ***Credores*** *Médio/longo prazo* *Provisões* *Financiamentos obtidos* *Outras dívidas a pagar* *Sócios Acionistas*[4] *Outros passivos não correntes*	**Recursos ou fundos próprios e/ou alheios estáveis ou Capitais permanentes**
Necessidades cíclicas	**Ativo corrente** *Inventários* *Ativos biológicos* *Clientes* *Outros contas a receber curto prazo* *Adiantamentos a fornecedores* *Estado e outros entes públicos* *Diferimentos de exploração*	**Passivo corrente** ***Fornecedores*** ***Outros credores - curto prazo*** *Adiantamentos de clientes* *Estado e outros entes públicos* *Outros passivos correntes* *Diferimentos de exploração*	**Recursos cíclicos**
Tesouraria ativa	*Caixa, depósitos bancários e outros* *Instrumentos financeiros detidos para negociação* *Sócios e acionistas* *Diferimentos (não exploração)* *Outros ativos financeiros (não exploração)*	*Outros passivos financeiros (não exploração)* *Diferimentos (não exploração)* *Financiamentos obtidos*	**Tesouraria passiva**

No balanço funcional verifica-se uma correspondência com as rubricas do balanço financeiro (ou caso este não seja contruído, com o contabilístico) carecendo de algumas destas rubricas de eventuais reclassificações no contexto das aplicações e origens de fundos, tendo em conta a sua previsível liquidez ou exigibilidade.

Contabilisticamente os **investimentos** correspondem genericamente aos ativos que a empresa utiliza na sua atividade (para exploração ou rendimento) e que têm a capacidade de gerar rendimentos por mais do que um ano. Por essa razão, os gastos associados a estes investimentos são refletidos nos resultados através das suas depreciações ou amortizações ou eventuais perdas de valor por imparidade e não pelos montantes investidos. No balanço funcional incluem-se, para efeitos de análise, os ativos brutos assim como determinadas rúbricas do ativo corrente que têm natureza mais permanente.

[4] Os dividendos e suprimentos para os quais existe uma data de pagamento ou reembolso devem ser classificados com base no prazo de exigibilidade.

Os **capitais estáveis ou capitais permanentes** são as origens de médio e longo prazo, não exigível (capital próprio) ou exigíveis, mas em prazos superiores a um ano.

As **necessidades cíclicas de exploração (NCE)** resultam do ciclo de exploração e incluem as rubricas de inventários, dívidas de clientes e outros devedores de exploração, saldos devedores de Estado e outros entes públicos associados à exploração, adiantamentos a fornecedores, outras contas a receber e ativos de exploração diferidos.

Os **recursos cíclicos de exploração (RCE)** incluem as dívidas a fornecedores e outros credores de exploração, valores de exploração a receber do Estado, adiantamentos de clientes, outras contas a pagar e passivos de exploração diferidos.

Quer as NCE, quer os RCE, apresentam em regra um certo grau de estabilidade ao longo dos períodos porque as operações subjacentes são repetitivas e com prazos de crédito e de realização dentro de alguma normalidade.

A **tesouraria ativa** reflete os ativos líquidos e quase líquidos. Estão aqui incluídos os depósitos bancários, caixa, instrumentos financeiros e outras rubricas desde que não associadas ao ciclo normal de exploração e realizáveis no curto prazo.

A **tesouraria passiva** é o passivo imediato ou quase, resultante de decisões de financiamento (empréstimos bancários e outros empréstimos, diferimento de despesa, etc., que não sejam de exploração) assim como as rendas imediatas do *leasing*, aluguer de longa duração, *renting* e as letras descontadas não vencidas. A tesouraria líquida é a diferença entre tesouraria ativa e passiva.

A classificação das rubricas na preparação do balanço funcional obriga a identificação, dos ativos e passivos de curto prazo (correntes) **cíclicos**, que têm como característica a repetição associada ao ciclo operacional da entidade, das rubricas **acíclicas,** com características menos recorrentes e associadas aos ciclos de investimento e financiamento. Também é relevante nesta classificação a disponibilidade (liquidez) dos ativos e exigibilidade dos passivos. Em todas estas operações deve ser tido em conta a materialidade e a existência de grandes alterações face ao comportamento histórico, factos que devem ser analisados cuidadosamente.

São exemplos de rubricas relativas às **necessidades cíclicas de exploração,** com as seguintes observações:

NCE	Observações
Clientes	- não eliminar imparidades - incluir letras descontadas e *factoring* com regresso
Inventários	- o *stock* de reserva deve ser considerado investimento (outros ativos não correntes - OANC) - devem ser corrigidos os efeitos de alterações de critérios de mensuração - deve ser desagregada nas diferentes componentes - acrescentar adiantamentos a fornecedores e retirar os adiantamentos de clientes, caso ▪ baixos em relação ao *stock* médio ▪ entrega em prazo curto - os adiantamentos a fornecedores por conta de compras com prazos superiores a um ano devem ser reclassificados para OANC
Estado	- manter as dívidas em passivo e os créditos em ativo - em regra os saldos do setor público são cíclicos (recorrentes)
Diferimentos ativos	- manter as rubricas relativas a gastos a reconhecer de exploração. Os gastos relativos a extraexploração são classificados como tesouraria ativa. - diferimentos superiores a 1 ano deverão ser transferidos para uma rubrica de OANC
Outras contas a receber	- devedores por acréscimos de rendimentos: manter as rubricas relativas a rendimentos de exploração. Os rendimentos relativos a extraexploração são classificados como tesouraria ativa - outros devedores: o mesmo critério em função de serem ou não afetos à exploração - dívidas a receber registadas no curto prazo, mas com carácter de estabilidade (dívidas de sócios/acionistas, empréstimos intra-grupo) devem ser classificadas como OANC

São exemplos de rubricas relativas aos RCE, com as seguintes observações:

RCE	Observações
Fornecedores	- volume de crédito obtido de fornecedores, resultantes das condições de pagamento pré-negociadas ou das práticas comuns do setor de atividade em que a empresa se insere
Financiamentos	- os financiamentos de curto prazo são, em regra, classificados como tesouraria passiva - inclui-se como RCE financiamentos recorrentes como o *factoring* - os empréstimos à tesouraria, se garantidamente renováveis, devem ser incluídos nos fundos permanentes (capitais alheios)
Estado	- manter as dívidas em passivo e os créditos em ativo - em regra os saldos do setor público são cíclicos (recorrentes)
Diferimentos passivos	- manter as rubricas relativas a rendimentos a reconhecer de exploração, os relativos a extra exploração são classificados como tesouraria passiva

Outros credores	- inclui os acréscimos de gastos exigíveis no prazo de um ano (exploração) como é o caso dos relativos a férias e subsídio de férias - os restantes valores se forem exigíveis a menos de um ano, deverão ser classificados como tesouraria passiva

São exemplos de rubricas relativas aos *investimentos*, com as seguintes observações:

INVESTIMENTOS	Observações
Ativos tangíveis e intangíveis	- os ativos devem ser apresentados pelo seu valor bruto (quantia líquida acrescida de depreciações/amortizações e imparidades). - Refletir as depreciações/amortizações e imparidades em recursos próprios, como componente do autofinanciamento - amortizações e depreciações acumuladas deverão ser corrigidas, se a empresa apresenta critérios de natureza fiscal e não económicos
Investimentos financeiros	- inclui participações financeiras e outros interesses com caráter de permanência em outras entidades
Outros créditos	- incluem-se os créditos concedidos com prazo de disponibilidade superior a um ano, não tituladas ou tituladas e não imediatamente descontáveis

Outos ativos não correntes	- esta rubrica acolhe as reclassificações de com natureza de liquidez reduzida, como *stocks* de segurança e *stocks* com baixa rotação (e.g. monos)
	- inclui ainda:
	  - as dívidas dos sócios ou de empresas associadas ou filiais sem prazo de exigibilidade
	  - adiantamento a fornecedores de investimentos
	  - adiantamento por compras com prazo superior a 1 ano
	  - saldos antigos de financiamentos concedidos
	  - depósitos bancários de reduzida disponibilidade
	  - acréscimos de rendimentos (2 ou mais anos)
	  - gastos a reconhecer (2 ou mais anos)

São exemplos de rubricas relativas aos **fundos permanentes,** com as seguintes observações:

FUNDOS PERMANENTES	Observações
Capitais Próprios	- composto pelo capital social, prémios de emissão, resultados retidos e outras rubricas resultantes de diversas operações como revalorizações e outros ajustamentos do ativo. Deve ser deduzido: o o capital não realizado (subscritores de capital) o os resultados a distribuir e ainda não refletido na contabilidade, reclassificados como dívidas aos sócios (tesouraria passiva) - incluir as depreciações / amortizações acumuladas do ajustamento do ativo líquido para ativo bruto como componente de autofinanciamento
Capitais Alheios estáveis	- são obrigações da empresa decorrente de factos passados, a liquidar a um prazo superior a um ano. Inclui todas as dívidas de médio e longo prazo e as de curto prazo que têm carater de permanência (*rol-over*). São exemplos: - credores associados a investimentos - financiamentos bancários, não recorrentes - responsabilidades relativas a processos judiciais - financiamentos obtidos de participantes de capital (suprimentos e outros mútuos) dado o seu baixo grau de exigibilidade. - as dívidas que não sejam de exploração no âmbito das empresas de grupo atende à posição de empresa dominante ou dominada: - se dominante deve-se considerar que têm carater estável. - se a empresa é dominada, deve classificar como tesouraria passiva - As provisões devem ser reclassificadas de acordo com a perspetiva do prazo da sua liquidação. Se de curto prazo reclassificar em tesouraria passiva

São exemplos de rubricas relativas à **tesouraria ativa,** com as seguintes observações:

TESOURARIA ATIVA	Observações
Caixa / depósitos	- inclui a caixa e depósitos bancários disponíveis. A reserva segurança tesouraria, deve classificar-se como NCE - avaliar se a empresa dispõe de mais liquidez da que a necessária para a sua gestão corrente e afetar a parte remanescente a OANC - depósitos bancários afetos a garantias de empréstimos bancários (operações colaterais ou compensadas) deverão ser tratados como OANC sempre que a sua movimentação estiver condicionada significativamente - descobertos bancários devem ser classificados como empréstimos bancários (tesouraria passiva)[5]
Instrumentos financeiros	- instrumentos financeiros e outras rubricas realizáveis no curto prazo não associado ao ciclo de exploração
Outros ativos	- outros ativos que não de exploração, com elevada liquidez (realização até um ano)

[5] Com base no SNC estes descobertos bancários já devem ser apresentados no passivo como Financiamentos Obtidos.

São exemplos de rubricas relativas à **tesouraria ativa** com as seguintes observações:

TESOURARIA PASSIVA	Observações
Financiamentos obtidos	- inclui rubricas não integradas nos RCE decorrentes de decisões de financiamento que não sejam de exploração - inclui responsabilidades com elevado grau de exigibilidade (empréstimos bancários, rendas de *leasing*, letras descontadas, etc.) - deverão ser considerados como passivo não corrente, os empréstimos à tesouraria se garantidamente renováveis
Outros credores	- inclui-se como tesouraria ativa os diferimentos de gastos, letras descontadas e não vencidas, entre outros não associados aos RCE

Como se viu o balanço funcional fundamenta-se nos ciclos financeiros associadas ao ciclo de atividades e a sua análise explora os equilíbrios entre o tipo de aplicações e recursos. Esta demonstração não é isenta de críticas, das quais referimos (Neves, 2000):

- a extrema dificuldade em reclassificar as rubricas de balanço em função dos ciclos;
- a obrigatoriedade da relação entre recursos e aplicações contraria o princípio de que o conjunto de recursos financia o conjunto das aplicações;
- é extremamente difícil a classificação de recurso estável, pois alguns empréstimos de curto prazo podem ser regularmente renovados, mas correm o risco de o não serem;
- as operações "fora de balanço" são difíceis de detetar, exceto se divulgadas em anexo.

3.3.2. Demonstração dos resultados

A DR por naturezas é uma demonstração financeira, de caráter obrigatório, na qual se pretende dar uma visão do desempenho da empresa, ou seja, numa perspetiva económica da atividade da empresa, explicando como foi gerado o resultado do período. Os elementos fundamentais que constituem a DR são os rendimentos, gastos e resultados.

De uma forma análoga ao balanço esta demonstração presta-se tanto a uma análise da estrutura dos gastos ou rendimentos, como ao cálculo de rácios em que o numerador ou denominar pode ser um valor de outra demonstração. É um documento de avaliação de desempenho económico permitindo avaliar a rendibilidade das vendas, dos capitais investidos representados no balanço, ou seja, a eficiência económica.

Segundo o SNC a DR pode ser elaborada de duas formas:

- DR por naturezas (obrigatória)
- DR ou por funções (voluntária).

Dado o seu carácter obrigatório a DR por naturezas é a mais utilizada e agrega rendimentos e gastos em grupos homogéneos por naturezas, apurando assim resultados por naturezas. A DR por funções agrega os vários gastos e rendimentos de acordo com as áreas funcionais onde os mesmos ocorreram, permitindo o apuramento do resultado bruto, para além dos outros resultados presentes na DR por naturezas. A preparação de uma DR por funções subentende a existência de uma contabilidade de gestão que poderá fornecer informação complementar para a análise financeira.

Na preparação para análise deve-se considerar também alguns ajustamentos e reclassificações para obter os respetivos indicadores. Neste contexto deve-se identificar nos gastos de exploração todos os valores efetivamente imputáveis a esta atividade, independentemente das contas em que se encontram registados contabilisticamente. Os restantes valores são considerados outros gastos associados a atividades extraexploração.

Referem-se alguns dos elementos que devem ser relevados:

- Identificação dos rendimentos afetos à exploração:
    - Vendas e prestações de serviços
    - Subsídios à exploração
    - Outros rendimentos de exploração como ofertas de fornecedores
    - Rendimentos financeiros associados à exploração como:
        - diferenças cambiais desfavoráveis resultantes de operações de compra e venda,
        - descontos de pronto pagamento obtidos

- Identificação dos gastos afetos à exploração:
    - Custo da mercadorias vendidas e matérias consumidas (CMVMC)
    - Pessoal
    - Fornecimentos e serviços externos, incluindo subcontratos, comissões a intermediários, transporte de mercadorias, descontos comerciais concedidos
    - Outros gastos de exploração como quotizações obrigatórias, ofertas a clientes
    - Gastos financeiros associados à exploração como:
        - diferenças cambiais desfavoráveis resultantes de operações de compra e venda,
        - descontos de pronto pagamento concedidos,
        - encargos financeiros com o desconto de títulos,

  - Outros gastos de exploração.

- Identificação dos rendimentos e gastos de extraexploração, ou com características pouco usuais, designadamente como:
  - operações descontinuadas
  - indemnizações
  - sinistros
  - mais ou menos valias por alienação de investimentos
  - trabalhos para a própria empresa que normalmente não estão relacionados com a atividade de exploração)
  - outros rendimentos e ganhos não relacionados com a exploração
  - resultados financeiros associados ao financiamento
  - outros rendimentos e gastos extraexploração

- Distinção entre gastos variáveis e fixos relacionados com:
  - vendas e prestação de serviços
  - produção

Através de DR consecutivas pode-se avaliar a componente dos resultados recorrentes que garantem a sustentabilidade da empresa e os elementos de frequência irregular (extraordinários), que apenas são repetíveis em determinadas circunstâncias.

- a evolução dos rendimentos (se estão a evoluir favoravelmente ou não);
- a evolução dos gastos (de forma autónoma ou relacionadas com outras rubricas);
- a evolução dos resultados (operacionais e outros).

Os resultados operacionais resultam da diferença entre rendimentos operacionais (vendas, prestação de serviços e outros rendimentos) e os gastos operacionais.

Os gastos operacionais normalmente são divididos em desembolsáveis, ou seja, pagamentos no período ou num curto prazo (pessoal, fornecimentos e serviços externos, etc.) e não desembolsáveis (e.g. depreciações e outros ajustamentos) que não correspondem, no imediato, a desembolsos monetários.

O fluxo económico difere do fluxo financeiro por diversas razões, das quais destacamos as seguintes:

- Os rendimentos e os gastos geralmente não coincidem com os recebimentos e pagamentos;
- Alguns gastos não implicam pagamentos (exemplo: depreciações);
- A contabilidade é preparada de acordo com o regime de acréscimo.

A DR para análise poderá apresentar a seguinte estrutura:

Demonstração dos Resultados por naturezas

Rubricas	Notas	N	N-1
Rendimentos e gastos			
+ Vendas e serviços prestados			
+ Outros rendimentos operacionais			
- Gastos operacionais variáveis			
= MB			
- Gastos de estrutura (fixos) desembolsáveis			
= **Resultado antes de juros, impostos e gastos não desembolsáveis (EBITDA)**			
- Gastos de estrutura (fixos) não desembolsáveis			
= Resultado operacional			
± Resultados extra exploração			
= **Resultado antes de juros e impostos (RAJI ou EBIT)**			
- Gastos financeiros (líquidos)			
= **Resultado antes de impostos (RAI)**			
- Imposto sobre lucros			
= **Resultado líquido do período (RL)**			

3.3.3. Demonstração de fluxos de caixa

A demonstração de fluxos de caixa integra-se no conjunto das DF e tem como objetivo proporcionar informação sobre os recebimentos e pagamentos de uma entidade ocorridos durante determinado período. Deve ser elaborada pelo método direto de acordo com o modelo aprovado no SNC.

Esta demonstração proporciona informação sobre como a empresa gera e utiliza o dinheiro num determinado período (normalmente anual), em termos de fluxos gerados na empresa pelas atividades operacionais, de investimento e de financiamento.

É um documento fundamental de análise financeira porque não está dependente da maior ou menor subjetividade associada à prática contabilística e à determinação do resultado e porque reflete de forma precisa e concisa o tratamento de todos os recebimentos e pagamentos. Esta demonstração fornece uma base para identificar e avaliar a capacidade da entidade em gerar e utilizar os seus fluxos financeiros,

demonstrando ser um documento fundamental para a tomada de decisões e para o analista identificar pontos fortes e fracos das entidades.

É evidente que os ajustamentos efetuados no âmbito da análise financeira não implicam qualquer alteração a nível dos recebimentos e pagamentos efetuados pela empresa.

Os fluxos de caixa deverão ser analisados em articulação com o balanço e a DR para determinar os valores críticos da situação das entidades.

Rubricas	Notas	Período	
		N	N - 1
Fluxos de caixa das atividades operacionais			
Recebimentos de clientes			
Pagamentos a fornecedores			
Pagamentos ao pessoal			
Caixa gerada pelas operações			
Pagamento/recebimento do imposto sobre o rendimento			
Outros pagamentos			
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)			
Fluxos de caixa das atividades de investimento			
Pagamentos respeitantes a:			
Ativos fixos tangíveis			
Recebimentos provenientes de:			

Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)			
Fluxos de caixa das atividades de financiamento			
Recebimentos provenientes de:			
Pagamentos respeitantes a:			
Financiamentos obtidos			
Juros e gastos similares			
Fluxos de caixa das atividades de financiamento (3)			
Variação de caixa e seus equivalentes (1+2+3)			
Caixa e seus equivalentes no início do período			
Caixa e seus equivalentes no fim do período			

A análise da demonstração de fluxos de caixa deve ser realizada por cada ciclo – operacional, investimento e financiamento – que apresentam saldos geralmente positivos ou negativos.

Ciclo de Atividades Operacionais

Este ciclo abrange o processo de funcionamento normal de produção de bens ou serviços e venda de acordo com as atividades económicas desenvolvidas pela empresa. Nesta atividade são utilizados dos meios de produção que envolvem a aquisição de bens e serviços, transformação desses bens e serviços e comercialização.

Os pagamentos relativos a este ciclo referem-se, em termos gerais, aos desembolsos relacionados com gastos operacionais e os recebimentos relativos à venda, à prestação de serviços e outros (que geram rendimentos operacionais), que incluem uma margem comercial. São exemplos de fluxos de caixa operacionais (NCRF 2, § 10):

a) Recebimentos de caixa provenientes da venda de bens e da prestação de serviços;

b) Recebimentos de caixa provenientes de *royalties*, honorários, comissões e outros réditos;

c) Pagamentos de caixa a fornecedores de bens e serviços;

d) Pagamentos de caixa a e por conta de empregados;

e) Pagamentos ou recebimentos de caixa por restituições de impostos sobre rendimento, a menos que estes se relacionem com as outras atividades; e

f) Recebimentos e pagamentos de caixa relativos a contratos com a finalidade de negócio.

Deste modo, é esperado que neste ciclo, os recebimentos sejam superiores aos pagamentos, ou seja, que liberte fluxos de caixa positivos.

Ciclo de Investimento

O ciclo de investimento abrange o conjunto de operações que garantem a existência e gestão dos ativos de produção e investimentos financeiros e restantes ativos não correntes que suportam as operações do ciclo das atividades operacionais.

Envolve nomeadamente as aquisições de equipamento de transporte, instalações, máquinas, registo de marcas e patentes, equipamento administrativo, redes de comercialização, entre outros.

Os recebimentos e pagamentos relativos a este ciclo referem-se, em termos gerais, à de aquisição e alienação desses ativos (tangíveis, intangíveis, financeiros e outros).

O investimento em ativos fixos tangíveis constitui uma atividade normal na generalidade das atividades económicas, enquanto a sua alienação está, em regra, associada à substituição de meios obsoletos por outros mais modernos. São exemplos de fluxos de caixa de investimento (NCRF 2, § 12):

a) Pagamentos de caixa para aquisição de ativos fixos tangíveis, intangíveis e outros ativos a longo prazo. Estes pagamentos incluem os relacionados com custos de desenvolvimento capitalizados e ativos fixos tangíveis construídos pela própria entidade;

b) Recebimentos de caixa por vendas de ativos fixos tangíveis, intangíveis e outros ativos a longo prazo;

c) Pagamentos de caixa para aquisição de instrumentos de capital próprio ou de dívida de outras entidades e de interesses em empreendimentos conjuntos (que não sejam pagamentos dos instrumentos considerados como sendo equivalentes de caixa ou dos detidos para finalidades de negócio);

d) Recebimentos de caixa relativos a vendas de instrumentos de capital próprio ou de dívida de outras entidades e de interesses em empreendimentos conjuntos (que não sejam recebimentos dos instrumentos considerados como equivalentes de caixa e dos detidos para as finalidades do negócio);

e) Adiantamentos de caixa e empréstimos feitos a outras entidades;

f) Recebimentos de caixa provenientes do reembolso de adiantamentos e de empréstimos feitos a outras entidades;

g) Pagamentos de caixa para contratos de futuros, contratos *forward,* contratos de opção e contratos de *swap* exceto quando os contratos sejam mantidos para as finalidades do negócio, ou os pagamentos sejam classificados como atividades de financiamento; e

h) Recebimentos de caixa provenientes de contratos de futuros, contratos *forward*, contratos de opção e contratos de *swap*, exceto quando os contratos sejam mantidos para as finalidades do negócio, ou os recebimentos sejam classificados como atividades de financiamento.

Neste ciclo, será expectável que os recebimentos sejam inferiores aos pagamentos, ou seja, que liberte fluxos de caixa negativos.

Ciclo de Financiamento

As atividades de financiamento abrangem as operações que garantem a existência e dos meios financeiros necessários ao normal funcionamento, quer do ciclo de investimento, quer das atividades operacionais. Envolve atividades relacionadas com obtenção de financiamentos e reembolso de financiamentos e respetivos juros, aumentos ou reduções de capital social, entradas de sócios/ acionistas (suprimentos, prestações suplementares) distribuição de resultados, entre outros.

São exemplos de fluxos de caixa de financiamento (NCRF 2, § 13):

a) Recebimentos de caixa provenientes da emissão de ações ou de outros instrumentos de capital próprio;

b) Pagamentos de caixa por aquisição de ações (quotas) próprias, redução do capital ou amortização de ações (quotas);

c) Recebimentos provenientes da emissão de certificados de dívida, empréstimos, livranças, obrigações, hipotecas e outros empréstimos obtidos a curto ou longo prazo;

d) Reembolsos de empréstimos obtidos; e

e) Pagamentos efetuados por um locatário para a redução de uma dívida em aberto relacionada com uma locação financeira.

Não é possível definir à partida se o fluxo de caixa esperado de financiamento é positivo ou negativo. Em período de obtenção de financiamento ou entradas de sócios / acionistas, o fluxo deverá ser positivo. Em períodos de reembolsos a expectativa é de um fluxo de financiamento negativo.

3.3.4. Demonstração de alterações no capital próprio

A demonstração das alterações no capital próprio evidencia as alterações no capital próprio ocorrido no período. A NCRF 1 (§ 40) refere que: "as alterações no capital próprio de uma entidade entre duas datas do balanço refletem o aumento ou a redução nos seus ativos líquidos durante o período".

Esta demonstração financeira introduz o conceito de **resultado integral** que, tal como dispõe a NCRF 2 (§ 40), é composto pelo resultado líquido do período e pelas variações (alterações) ocorridas em capital próprio não diretamente relacionadas com os detentores de capital, agindo enquanto tal. Estas alterações incluem:

- Ajustamentos refentes a adoção do referencial contabilístico (NCRF 3)
- Alterações das políticas contabilísticas (NCRF 4)
- Diferenças de conversão de DF (NCRF 23)
- Realização de excedentes de revalorização (NCRF 6 e 7)
- Excedentes de revalorização (NCRF 6 e 7)
- Ajustamento nos impostos diferidos (NCRF 25)
- Outras alterações reconhecidas nos fundos patrimoniais (e.g. NCRF 13, NCRF 28 e NCRF 22)

Adicionalmente reflete também as transações de relacionamento com os detentores de capital, enquanto tal. Assim e com a exceção das transações com sócios e acionistas, a alteração global no capital próprio durante um período, representa a quantia total de rendimentos e gastos gerados pelas atividades da entidade (quer essas transações sejam reconhecidas como itens de rendimentos e de gastos, quer sejam reconhecidas diretamente como alterações no capital próprio) pelo que em alguns momentos da análise financeira, este documento é muito importante.

Caso prático n.º 1

A Empreende, Lda. apresentava, em relação ao ano N, o seguinte balanço que pretende preparar para efeitos de análise:

ATIVO	Notas	Valores (€)
Ativo não corrente		
Ativos fixos tangíveis		**146.800**
Ativos intangíveis		**25.300**
Ativo corrente		
Inventários		**180.000**
Clientes		**66.900**
Capital subscrito não realizado		**20.000**
Estado e outros entes públicos		**8.800**
Outros créditos a receber		**12.000**
Diferimentos		**8.000**
Caixa e depósitos bancários		**30.800**
Total do ativo		**498.600**
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO		
Capital próprio		
Capital subscrito		**100.000**
Reservas legais		**20.000**
Resultados transitados		**130.000**
Resultado líquido do período		**25.500**
Total do capital próprio		**275.500**
Passivo		
Passivo não corrente		
Provisões		**10.000**
Financiamentos obtidos		**100.000**
Outras dívidas a pagar		**3.000**
Passivo corrente		
Fornecedores		**55.000**
Estado e outros entes públicos		**27.300**
Financiamentos obtidos		**22.900**
Outros passivos correntes		**4.900**
Total do passivo		**223.100**
Total do capital próprio e do passivo		**498.600**

Conhece-se a seguinte informação relevante para a preparação desta demonstração para análise financeira:

1) Depreciações acumuladas (ativos fixos tangíveis) 36.700

2) Amortizações acumuladas (ativos intangíveis) 5.819

3) *Stock* de segurança de inventários 18.000

4) Imparidades acumuladas de clientes 6.690

5) Adiantamento a fornecedores de compras com entrega em 10 dias 2.000

6) Diferimento de gastos extra exploração 3.000

7) Reserva de segurança de tesouraria 5.000

8) Nos depósitos bancários existe um depósito caucionado no montante de 20.000

9) Resultados aprovados para distribuição	18.000
10) Descoberto bancário renovável	13.000
11) As outras dívidas a pagar correspondem a dívidas a fornecedores de investimentos	3.000
12) As provisões criadas referem-se a um processo já transitado em julgado em que a empresa foi condenada a pagar essa quantia no prazo de 3 meses	10.000

Proposta de resolução

1) Numa primeira aproximação ao balanço funcional dispõe-se as rubricas na perspetiva das origens e aplicações e dentro destas distinguir as rubricas que normalmente fazem parte dos grandes agregados: Investimentos, necessidades cíclicas e tesouraria ativa (rubricas do ativo) e capitais estáveis, recursos cíclicos e tesouraria passiva com os elementos do capital próprio e passivo.

Aplicações	Notas	Valores
Investimentos		
Ativos fixos tangíveis		146.800
Ativos intangíveis		25.300
		172.100
Necessidades cíclicas		
Inventários		180.000
Clientes		66.900
Estado e outros entes públicos		8.800
Diferimentos		8.000
		263.700
Tesouraria ativa		
Caixa e depósitos bancários		**30.800**
Outros créditos a receber		**12.000**
		42.800
Total de aplicações		**478.600**

Nota 1) Considerou-se o capital subscrito e realizado pelo que ao capital social foi deduzida a rúbrica de Sócios/acionistas - Capital subscrito, não realizado.

Origens	Notas	Valores
Capitais estáveis		
Capital próprio	(1)	80.000
Capital subscrito		20.000
Reservas legais		130.000
Resultados transitados		25.500
		275.500
Passivo não corrente		
Provisões		10.000
Financiamentos obtidos		100.000
Outras dívidas a pagar		3.000
		113.000
Total capitais estáveis		**388.500**
Recursos cíclicos		
Fornecedores		55.000
Estado e outros entes públicos		27.300
		82.300
Tesouraria passiva		
Financiamentos obtidos		22.900
Outros passivos correntes		4.900
		27.800
Total de origens		**498.600**

2) Nesta segunda fase vamos considerar a informação sobre o conteúdo das contas:
2.1 – Aplicação de fundos

Aplicações	Saldo inicial	Débito		Crédito		Saldo retificado
Investimentos						
Ativos fixos tangíveis	146.800	36.700	1			183.500
Ativos intangíveis	25.300	5.819	2			31.119
Outros ativos não correntes		38.000	3 + 8			38.000
	192.100					**252.619**
Necessidades cíclicas						
Inventários	180.000	2.000	5	18.000	3	164.000
Clientes	66.900	6.690	4			73.590
Estado e outros entes públicos	8.800					8.800
Diferimentos	8.000			3.000	6	5.000
Imparidade de clientes				6.690	4	(6.690)
Outras necessidades cíclicas		5.000	7			5.000
	263.700					**249.700**
Tesouraria ativa						
Caixa e depósitos bancários	30.800			25.000	7 + 8	5.800
Outros créditos a receber	12.000	3.000	6	2.000	5	13.000
	42.800					**18.800**
Total de aplicações	**478.600**	**97.209**		**97.209**		**521.119**

2.2 – Origens de fundos

Origens	Saldo inicial	Débito		Crédito		Saldo retificado
Capitais estáveis						
Capital próprio	80.000					80.000
Capital subscrito	20.000					20.000
Reservas legais	130.000					130.000
Resultados transitados	25.500	18.000	9			7.500
Amortizações/depreciações acumuladas				42.519	1 + 2	42.519
	255.500					**290.019**
Passivo não corrente						-
Provisões	10.000	10.000	12			-
Financiamentos obtidos	100.000					100.000
Outras dívidas a pagar	3.000	3.000	11			-
Outos passivos não correntes	-			13.000	10	13.000
	113.000					**113.000**
Total capitais estáveis	**368.500**					**350.500**
Recursos cíclicos						-
Fornecedor	55.000					55.000
Estado e outros entes públicos	27.300					27.300
	82.300					**82.300**
Tesouraria passiva						-
Financiamentos obtidos	22.900	13.000	10			9.900
Outros passivos correntes	4.900			31.000	9+11+12	35.900
	27.800					**45.800**
Total de origens	**478.600**	**44.000**		**44.000**		**521.119**

Os ajustamentos realizados decorrem da informação complementar às contas e das decisões do preparador das demonstrações para efeitos de análise.

Notas:

1 e 2) As depreciações e amortizações foram incluídas como recursos próprios (autofinanciamento). Esta correção é importante para determinação dos montantes de investimentos e abates destes ativos e os rácios que tem por base estas contas

3) O *stock* de segurança de inventários tem natureza de permanência pelo que deve ser acrescentado aos ativos com natureza não corrente

4) As imparidades acumuladas de clientes foram acrescentadas a esta conta para obtenção das dívidas totais. Esta correção é importante para determinar alguns indicadores, designadamente o prazo médio de recebimentos

5) Os adiantamentos a fornecedores de compras com entregas em prazos curtos podem ser considerados *stocks*. Esta correção é importante para determinar alguns indicadores, designadamente a rotação média

6) Os diferimentos de gastos de exploração têm a natureza de necessidades de exploração, os de extraexploração devem ser classificados como tesouraria ativa

7) A reserva de segurança de tesouraria tem natureza de necessidade cíclica, enquanto os restantes meios líquidos têm, geralmente, a natureza de tesouraria ativa

8) Os depósitos bancários caucionados tendo a sua movimentação condicionada devem ser considerados ativos não correntes

9) Os resultados aprovados para distribuição foram reclassificados como dívidas a sócios/ acionistas e integrados na tesouraria passiva

10) Os descobertos bancários renováveis são considerados capitais estáveis

11) As outras dívidas a pagar corresponde a dívidas a fornecedores de investimentos pelo que são extraexploração. Foram reclassificados como tesouraria passiva

12) Dado que as provisões criadas têm que ser liquidadas no curto prazo, foram reclassificados como tesouraria passiva

4. EQUILÍBRIO ESTRUTURAL (MÉDIO E LONGO PRAZO)

Uma estrutura financeira equilibrada é considerada uma condição essencial para que uma entidade funcione sem grandes sobressaltos, em condições de negociar com clientes e credores, numa perspetiva de continuidade. Considera-se existir uma estrutura financeira adequada quando existe um equilíbrio entre a exigibilidade das fontes de financiamento e a liquidez dos ativos ou aplicações.

Este princípio pode ser enunciado como se segue (Santos, 1981):

> Os capitais utilizados por uma empresa para financiar uma imobilização, um *stock*, ou outro elemento do ativo, devem poder ficar à sua disposição durante o período que corresponde, pelo menos, ao da duração da imobilização, do *stock* ou de outro elemento adquirido por esses capitais.

Exemplo

Pretende-se adquirir um equipamento por 100.000 € com uma vida útil esperada de 6 anos. O financiamento para a sua aquisição deve ter, pelo menos, uma maturidade de 6 anos, mesmo que se admita que a sua liquidez permita o seu pagamento em 4 ou cinco anos.

===//===

O equilíbrio financeiro de uma empresa deve ser estudado a médio e longo prazo (relação entre capitais e investimentos) e no curto prazo (relação entre capitais e *stocks* e outros elementos do ativo circulante), porque sendo os equilíbrios processos dinâmicos, nada impede que uma boa situação aparente inicial não encubra fatores de potencial desequilíbrio futuro, tendo em conta as previsões de exploração.

Uma empresa tem equilíbrio financeiro no médio e longo prazo quando existem condições para manter, ano após ano, as condições de equilíbrio no curto prazo, cobrindo os riscos inerentes à atividade. Desta forma poderá ser garantida a solvabilidade da empresa.

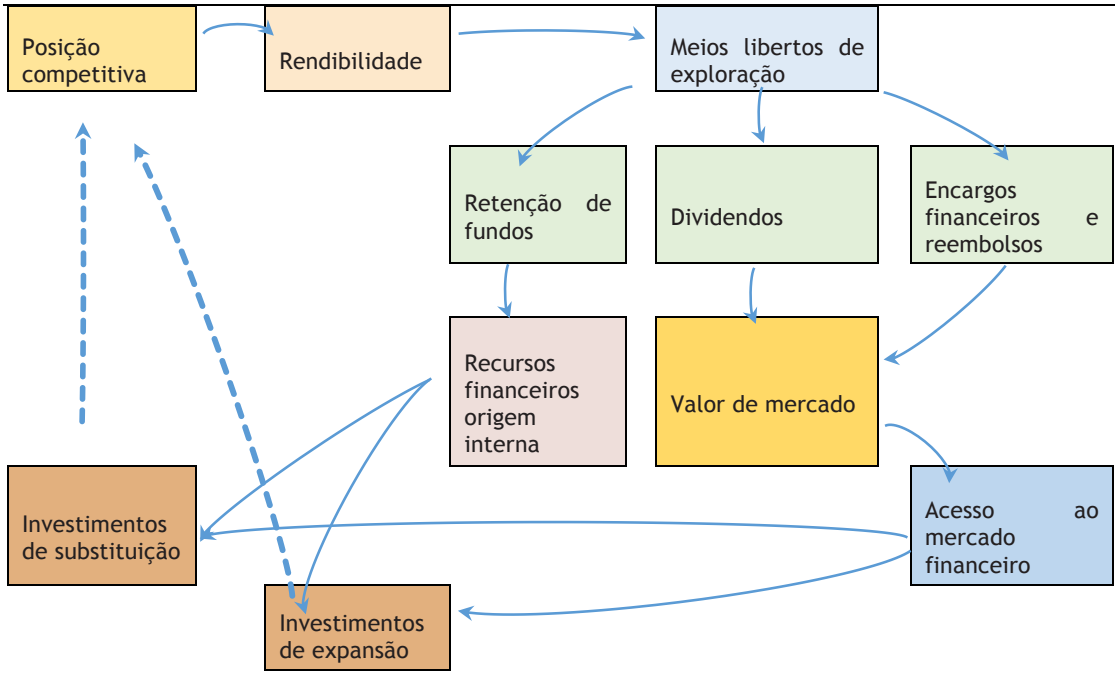
Entende-se por **solvabilidade** a capacidade de uma entidade para solver (liquidar ou pagar), os compromissos financeiros nas respetivas datas de vencimento. Quando este conceito é referido ao curto prazo, refere-se como **liquidez**. Na perspetiva do equilíbrio sustentável não só se devem analisar os fatores de equilíbrio (a curto e médio/longo prazo), como também capacidade da sua manutenção ou melhoria no futuro. Esta análise, como já se referiu recorre a diversas técnicas, designadamente ao balanço funcional e a rácios de equilíbrio de médio e longo prazo, designadamente quanto à solvabilidade, autonomia financeira e outros a desenvolver neste capítulo.

O equilíbrio de médio e longo prazo deve assentar nos seguintes pressupostos (Santos, 1981):

- Posição competitiva
- Rendibilidade
- Criação de excedentes financeiros

O ciclo de valor de Neves (2010) representa as condições de criação de valor numa base sustentada.

Figura n.º 12 – Fatores de sustentabilidade



Fonte: Neves (2010), Análise financeira – Técnicas fundamentais, Texto Editora

4.1 ESTRUTURA DAS APLICAÇÕES E ORIGENS DE FUNDOS

O balanço funcional permite-nos obter informação das relações entre os agregados das origens e aplicações de fundos, análise que deverá ser completada com indicadores adequados.

Um dos princípios gerais, já referido, é a do equilíbrio financeiro que se manifesta pela existência de fundos com um grau de permanência superior às aplicações, como forma de garantir a margem de segurança pretendida. Esta regra denominada **regra do equilíbrio financeiro mínimo** caracteriza-se pela compatibilização entre o grau de liquidez das aplicações (aptidão destas para se transformarem em meios líquidos) e o grau de exigibilidade das origens (aptidão destas para se transformarem em pagamentos).

Os ciclos de exploração e de investimento devem estar ajustados tendo em conta que os recursos utilizados para financiar um ativo devem manter-se à disposição da empresa por um período, pelo menos, igual à duração desse ativo.

Por exemplo, se a empresa adquirir uma máquina que pretende utilizar durante cinco anos deveria financiar-se (empréstimo bancário ou outro), com um financiamento a cinco anos. Então a regra de equilíbrio financeiro mínimo determina que:

- Ativos a mais de 1 ano => devem ser financiados por capitais estáveis.

- Ativos até 1 ano => devem ser financiados por dívidas até um ano.

Este equilíbrio pode ser observado através das relações entre as origens estáveis e aplicação não correntes, assim como entre os ativos e passivos correntes:

<table>
<tr><td>Ativo não corrente
(permanência ou liquidez superior a um ano)</td><td rowspan="2">Capitais estáveis
(próprios e alheios)

Não exigíveis ou exigíveis a mais de um ano</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Ativo corrente</td></tr>
<tr><td>Passivo corrente</td></tr>
</table>

<table>
<tr><td>Ativo não corrente</td><td rowspan="2">Capitais estáveis</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Ativo corrente
Permanência inferior a um ano ou grau de liquidez de curto prazo</td></tr>
<tr><td>Passivo corrente
Exigível a menos de um ano</td></tr>
</table>

Também podem ser utilizados indicadores para essa relação:

$$\textbf{Cobertura dos ativos não correntes por capitais estáveis } (\mathrm{CANC_{CE}}) = \frac{\text{Capitais estáveis}}{\text{Ativo não corrente}}$$

Este indicador informa se a empresa está a financiar o ativo não corrente recorrendo totalmente ou não a capitais estáveis.

Igual conclusão se poderá obter através da diferença, que nos dá o valor do fundo de maneio (FM), tema abordado no ponto seguinte

$$FM = Capitais\ estáveis - Ativos\ não\ correntes$$

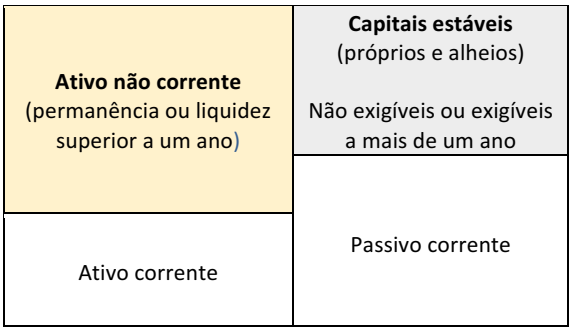
Esta diferença representa a parte dos capitais estáveis (capitais próprios + passivo não corrente) não aplicados no financiamento do ativo não corrente (com foco no financiamento do ativo fixo tangível e intangível), que fica assim disponível para fazer face às necessidades de financiamento do ciclo de exploração.

Para cumprir a regra do equilíbrio financeiro mínimo, o rácio de cobertura dos ativos não correntes por capitais estáveis deve ser ≥ 1 e a diferença (FM) deve ser ≥ 0. Contudo esta interpretação deverá ser feita no contexto das características específicas da atividade da empresa a fim de estabelecer as necessidades de investimento em FM (ou reserva de segurança). Existem empresas (e setores) que pela natureza das suas atividades têm recursos financeiros superiores a necessidades financeiras sem que isso

implique dificuldades financeiras para a empresa. Setores como a construção civil e da indústria automóvel, por exemplo, requerem grandes investimentos em necessidades em FM, enquanto outros, como o da grande distribuição beneficiam de longos prazos de pagamento a fornecedores e recebimento a pronto de clientes pelo que funcionam com pouco ou nenhum investimento em fundo de maneio.

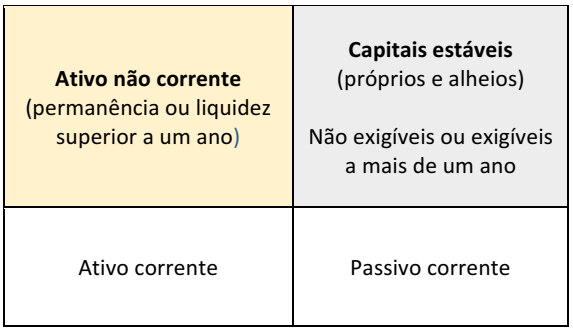
Considerando a regra geral (cobertura dos ativos não correntes por capitais estáveis (CANC_CE) ≥ 1, ou Fundo de Maneio (FM) ≥ 0) pode-se fazer a seguinte interpretação destes indicadores:

CANC_CE < 1 e FM < 0



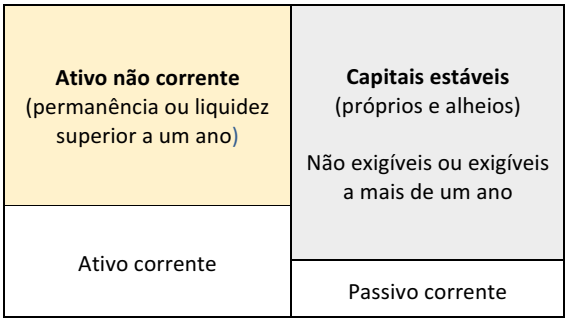
O valor dos capitais estáveis é inferior ao ativo não corrente, ou seja, parte deste está a ser financiado por passivo corrente, com um grau de exigibilidade superior à liquidez dos ativos que financia. Nesta situação não se respeita a regra do equilíbrio financeiro mínimo, contudo poderão não existir dificuldades financeiras se os recursos cíclicos forem superiores às necessidades cíclicas.

CANC_CE = 1 e FM = 0



O valor dos capitais estáveis iguala o do ativo não corrente pelo que se respeita a regra do equilíbrio financeiro mínimo, contudo não existe margem de segurança dada pelo FM.

CANC_CP > 1 e FM > 0



Representa a situação de equilíbrio mínimo onde os capitais estáveis excedem os ativos não correntes, permitindo a existência de uma margem de segurança (FM).

O indicador anterior deverá ser completado com o rácio de estrutura:

$$Rácio\ de\ estrutura\ (RDE) = \frac{Passivo\ não\ corrente}{Capitais\ próprios}$$

Se:

- RDE > 1 significa que o passivo não corrente é superior aos capitais próprios,
- RDE <1 significa que o passivo não corrente é inferior aos capitais próprios,
- RDE =1 significa que o passivo não corrente é igual aos capitais próprios

Considera-se que este indicador deve ter valores de um ou inferiores (RDE ≤ 1), valor de referência para a capacidade de endividamento (ver rácio de autonomia financeira).

===//===

Na analise do equilíbrio a médio e longo prazo socorre-se de um conjunto de rácios que confrontam o capital próprio com o passivo, de forma direta ou indireta. Um dos indicadores mais utilizados é o da solvabilidade dada pela expressão:

$$Solvabilidade = \frac{Capital\ próprio}{Passivo\ total}$$

Este indicador reflete o risco que os credores correm, no médio e longo prazo, de ver satisfeitos os seus direitos. Por uma questão de prudência, os analistas argumentam que o capital próprio deve ser, no mínimo, igual aos capitais alheios, ou seja, solvabilidade ≥ 1. Tendo como base essa referência, este risco pode ser avaliado em função dos valores obtidos neste indicador:

Se solvabilidade > 1

- Indica baixo risco para os credores da empresa. O capital próprio é suficiente para fazer face às dívidas a pagar e ainda existe uma margem de segurança.

Se solvabilidade < 1

- O capital próprio não é suficiente para fazer face às dívidas a pagar pelo que existe risco acrescido para os credores

Se solvabilidade $= 1$

- O valor do capital próprio e igual ao valor do passivo, ou seja, a empresa detém capital próprio suficiente para cobrir todos os créditos obtidos

Como indicador complementar é de considerar o de autonomia financeira:

$$\text{Autonomia financeira} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Ativo total}}$$

A autonomia financeira varia entre zero e um. Assume o valor um quando o ativo é totalmente financiado pelo capital próprio. Neste caso não existe passivo. Quanto mais elevado for o nível do capital próprio, maior o nível de autonomia da empresa face a terceiros.

Os valores indicados como adequados situam-se num intervalo entre os 0.33 e 0.66, dependendo do setor de atividade da empresa. Quanto maior o valor deste rácio, menor é a dependência da empresa em relação a credores.

Quando a autonomia financeira apresenta um valor baixo indica grande dependência em relação aos credores, situação que, para além dos riscos inerentes, é desvantajosa na negociação de novos financiamentos. Por outro lado, valores demasiado elevados (quanto mais perto de 1) podem representar excesso de capital próprio, situação que prejudica o rácio da sua rendibilidade.

Outro indicador relevante é a capacidade de envidamento dado pela expressão abaixo, que expressa o peso dos capitais próprios na composição dos capitais estáveis.

$$\text{Capacidade de endividamento} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Capitais estáveis}}$$

Permite determinar a capacidade de endividamento futura da empresa. É uma relação meramente indicativa porque não acolhe aspetos relacionados com a capacidade da empresa em contrair empréstimos de longo prazo, designadamente a capacidade previsional de reembolso e garantias exigidas. A capacidade de endividamento, calculada

com base neste rácio, varia entre zero e um. Assume o valor 1 quando o capital próprio é igual aos capitais estáveis, ou seja, não existe passivo de médio e longo prazo.

Quanto mais elevado for o nível do capital próprio, maior a capacidade de endividamento da empresa face a terceiros, contudo poderá prejudicar a rentabilidade dos proprietários.

Embora não haja um valor de referencia universal, em termos gerais, a maioria dos analistas recomenda que o capital próprio deve representar pelo menos 50% dos Capitais estáveis, ou seja, que os capitais estáveis ≥ 0,5.

Caso prático n.º 2

A XPTO, Lda. apresentava, em relação aos anos 2015, 2014 e 2013, o seguinte balanço comparado:

Rubricas	2015	2014	2013
ATIVO			
Ativo não corrente			
Ativos fixos tangíveis	46.800	59.400	75.900
	46.800	**59.400**	**75.900**
Ativo corrente			
Inventários	18.300	18.900	12.000
Clientes	66.900	67.900	68.300
Estado e outros entes públicos	8.800	7.600	5.700
Caixa e depósitos bancários	30.800	22.500	18.100
	124.800	**116.900**	**104.100**
Total do ativo	**171.600**	**176.300**	**180.000**
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
Capital próprio			
Capital subscrito	25.000	25.000	25.000
Reservas legais	5.000	5.000	5.000
Resultados transitados	88.000	64.100	41.200
Resultado líquido do período	25.500	23.900	22.900
Total do capital próprio	**143.500**	**118.000**	**94.100**
Passivo			
Passivo não corrente			
Financiamentos obtidos	1.500	7.300	16.400
	1.500	**7.300**	**16.400**
Passivo corrente			
Fornecedores	3.200	13.100	19.300
Estado e outros entes públicos	15.300	22.600	26.100
Financiamentos obtidos	4.900	9.300	10.500
Outras contas a pagar	3.200	6.000	13.600
	26.600	**51.000**	**69.500**
Total do Passivo	**28.100**	**58.300**	**85.900**
Total do capital próprio e do passivo	**171.600**	**176.300**	**180.000**

Os ativos fixos tangíveis apresentaram as seguintes alterações:

Anos	Investimento bruto (1)	Depreciações exercício (2)	Depreciações acumuladas (3)	Investimento líquido 4 = (1-3)
2015	156.000	21.300	109.200	46.800
2014	147.300	19.900	87.900	59.400
2013	143.900	28.300	68.000	75.900

Pretende-se a análise desta informação, na perspetiva do equilíbrio de médio e longo prazo sabendo que eventuais ajustamentos de rúbricas têm natureza imaterial.

Proposta de resolução

Considerando a informação constante no balanço e nas notas referentes às alterações dos ativos fixos tangíveis, prepara-se o balanço funcional:

1) Balanço funcional

Rubricas	Notas	2015	2014	2013
I-Investimentos	1	**156.000**	**147.300**	**143.900**
II-Necessidades cíclicas de exploração		**94.000**	**94.400**	**86.000**
Inventários		18.300	18.900	12.000
Clientes	2	66.900	67.900	68.300
Outros ativos exploração		8.800	7.600	5.700
III-Tesouraria ativa	3	**30.800**	**22.500**	**18.100**
Total Aplicação Fundos (I+II+III)		**280.800**	**264.200**	**248.000**
IV-Recursos próprios e alheios estáveis		**254.200**	**213.200**	**178.500**
Recursos próprios	4	143.500	118.000	94.100
Financiamentos obtidos-não correntes	5	1.500	7.300	16.400
Depreciações acumuladas	1	109.200	87.900	68.000
V-Recursos cíclicos de exploração		**21.700**	**41.700**	**59.000**
Fornecedores		3.200	13.100	19.300
Estado e outros públicos	6	15.300	22.600	26.100
Outros passivos exploração		3.200	6.000	13.600
VI-Tesouraria passiva		**4.900**	**9.300**	**10.500**
Financiamentos obtidos-correntes	7	4.900	9.300	10.500
Total Origens de Fundos (IV+V+VI)		**280.800**	**264.200**	**248.000**

Notas:

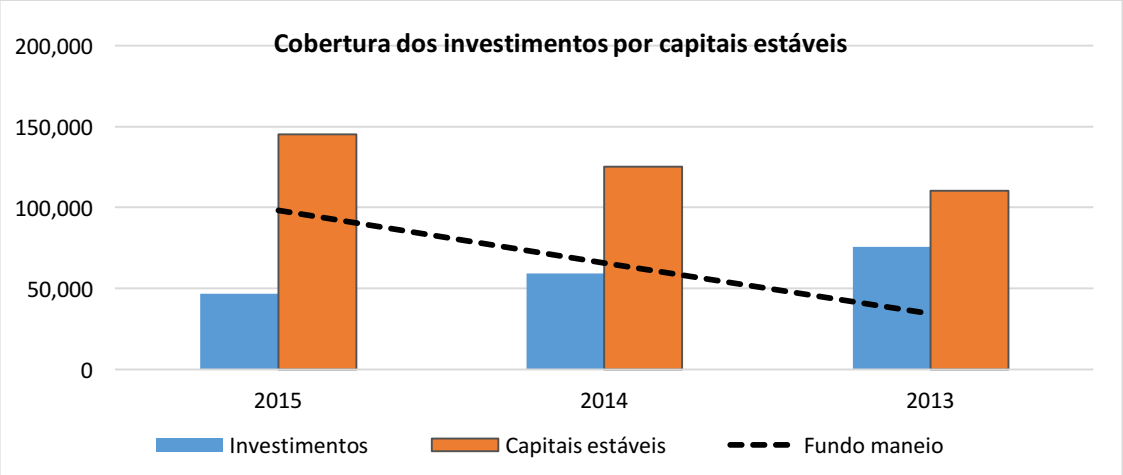
1) Quantia dos ativos fixos tangíveis líquidos (balanço) acrescidos das depreciações acumuladas. As depreciações acumuladas são acrescentadas aos recursos próprios dada a sua natureza de autofinanciamento.
2) Valores do balanço considerados na totalidade como necessidades cíclicas de exploração.
3) Caixa e depósitos bancários, considerando que estes não têm restrições à sua movimentação.
4) Total do capital próprio, conforme balanço.

5) Passivo não corrente – financiamento bancário médio / longo prazo.
6) Valores do balanço considerados na totalidade como RCE.
7) Financiamentos obtidos a liquidar no curto prazo.

1) Análise da estrutura das origens e aplicações

1.1 Análise gráfica e valores absolutos

Como se pode observar a empresa cumpre a regra do equilíbrio financeiro mínimo dado que os capitais estáveis excedem sistematicamente os ativos não correntes (investimentos). Essa diferença em termos quantitativos é dado pelo FM, ou margem de segurança obtida pela diferença entre os dois valores acima referidos. Como se observa, a empresa está a aumentar a sua margem de segurança, aumentando, em termos relativos, a contribuição dos capitais estáveis para o investimento.



	2015	2014	2013
Investimentos	46.800	59.400	75.900
Capitais estáveis	145.000	125.300	110.500
FM	98.200	65.900	34.600

1.2 Com base nos rácios

A elaboração destes indicadores foi realizada com base nos valores de balanço, que no caso em concreto, considera o ativo líquido (e não o ativo bruto se baseado no balanço funcional) e os capitais próprios sem a componente do autofinanciamento (depreciações acumuladas).

Justifica-se esta opção porque estes indicadores poderão ser obtidos independentemente da realização do balanço corrigido para efeitos de análise.

Indicadores	2015	2014	2013
Cobertura do investimento por capitais estáveis (AnC/CE)	3,10	2,11	1,46
Solvabilidade (CP / PT)	5,11	2,02	1,10
Autonomia financeira (CP/ AT)	0,84	0,67	0,52
Capacidade de endividamento (CP / CE)	0,99	0,94	0,85

Nota: AnC = Ativo não corrente; AT = Ativo total (líquido); CE = Capitais estáveis; CP = Capital próprio; PT = Passivo total

Os resultados obtidos confirmam que a empresa detém um volume significativo de capitais próprios, que vem assumindo um peso relativo crescente de 2013 a 2015. Em 2013 os capitais próprios, segundo o rácio de autonomia financeira, cobriam 52% das aplicações totais (ativo total líquido), enquanto em 2015 essa cobertura era de 84%.

No mesmo sentido, o rácio da solvabilidade em 2013 indica que o capital próprio era semelhante ao passivo total (10% superior) mas em 2015 essa relação quase que quintuplicou. Esta evolução indica que, por um lado, a empresa está a liquidar os seus passivos e, por outro, está a reforçar a sua componente de capitais próprios pela retenção dos resultados positivos obtidos nos três anos. Esta evolução reflete-se positivamente na capacidade de endividamento da empresa (evolui de 0,85 para 0,95) reforçando a confiança dos credores quanto à sua capacidade de obter financiamento externo.

2) Conclusão

Estes indicadores permitem certificar uma boa saúde financeira da empresa em termos de estrutura das origens e aplicações, tendo em conta os valores de referência para cada um dos indicadores utilizados.

Dado que todos os indicadores são obtidos pela relação entre as grandezas ativo, passivo e capital próprio, as suas conclusões convergem em termos de leitura, apenas refletem diferentes perspetivas de análise dessas grandezas.

Contudo não é possível concluir se a empresa está a ter a melhor política de financiamento dos seus ativos, substituindo o capital alheio por capital próprio porque neste exercício não se pretendeu quantificar qual o montante adequado do fundo de maneio, quer do ponto de vista interno, quer comparada com as empresas do setor.

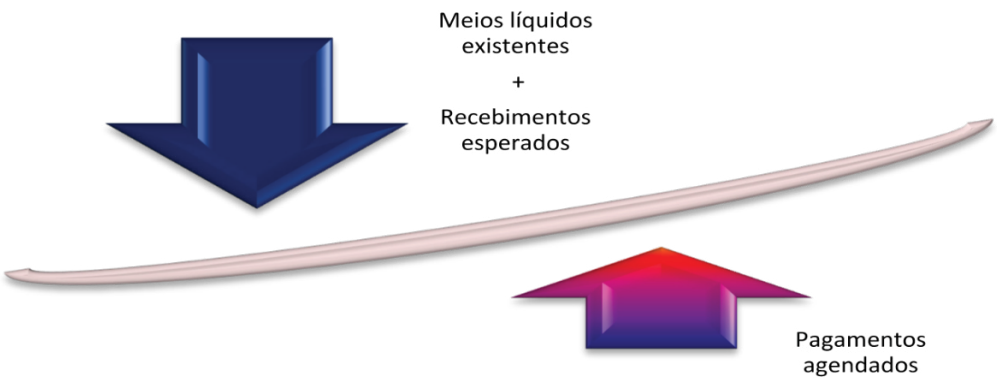
Referira-se que o aumento do capital próprio é feito pela retenção dos resultados, pelo que a componente dividendo (remuneração dos sócios/acionistas) não está a ser considerada, nem o efeito dessa retenção na rentabilidade do capital próprio, aspeto que se analisa noutro ponto.

===//===

É também uma regra de equilíbrio providenciar que o fluxo financeiro garanta que os meios líquidos existentes em cada período (dinheiro ou ativos rapidamente convertíveis em dinheiro) acrescido dos recebimentos esperados dos clientes, exceda os valores a pagar aos fornecedores, Estado, banca ou a outros credores nesse mesmo período.

Estas regras têm em conta que a empresa para além de ter que pagar as dívidas refletidas no balanço – Estado, empréstimos obtidos, fornecedores, entre outros – realiza muitas operações que não estão aí refletidas, designadamente o pagamento mensal ao pessoal, o pagamento mensal a determinados fornecedores de comunicações (telefone, correio, etc.), rendas, aquisição a pronto pagamento de consumíveis (papel, tinteiros, canetas, etc.).

Figura n.º 13 – Equilíbrio dos fluxos de tesouraria



Fonte: Fernandes *et al.* (2013): Relato Financeiro: interpretação e análise, Vida Económica

Estas regras são apresentadas de forma muito simples, pelo que devem ser entendidas como referência e não como um princípio de aplicação sistemática.

As empresas são entidades complexas, sujeitas a mutações da sua estrutura patrimonial e financeira, pelo que as questões de financiamento deverão ser analisadas, quer de uma perspetiva global, quer elemento a elemento.

As estratégias possíveis de financiamento são diversas, combinam o risco, custo e a rendibilidade das soluções. Podem ser encontradas soluções mais conservadoras (solução exposta na figura n.º 13) ou mais arriscadas tendo em conta o perfil do investidor. Este tema desenvolve-se no contexto dos pontos 4.2 Fundo de maneio e 5 - Gestão dos capitais circulantes (curto prazo).

4.2 FUNDO DE MANEIO

Associado a estes conceitos de equilíbrio entre as aplicações e os recursos utilizados, surge outro conceito de **Fundo de Maneio (FM)** que representa uma margem de segurança financeira.

O conceito e necessidade de fundo de maneio está associado aos equilíbrios financeiros de médio/longo prazo (estruturais) e de curto prazo (circulantes).

Do ponto de vista estrutural pretende-se a obtenção do equilíbrio entre as aplicações em ativos não correntes e as suas origens de financiamento. Esta margem de segurança surge das diferenças temporais entre a liquidez dos ativos não correntes (em regra, vários anos) e a exigibilidade dos capitais que os financiam (próprios, sem grau ou baixo grau de exigibilidade) e os alheios de médio/ longo prazo com a exigibilidade negociada, que deve, no mínimo, equiparar os prazos de liquidez dos ativos que financia.

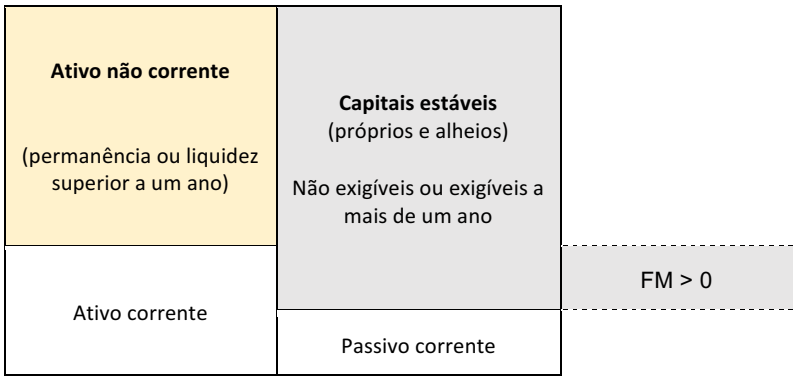
Na perspetiva operacional ou corrente o princípio da equiparação entre os graus de liquidez e exigibilidade é o mesmo, aplicado às atividades operacionais. Para que a empresa tenha uma situação financeira estável, os valores do ativo que pode converter em moeda, devem ser superiores ao das dívidas a curto prazo.

Este princípio prudencial existe para que a empresa não tenha dificuldade em satisfazer os seus compromissos, dado que existe sempre uma incerteza quanto ao momento em que consegue converter os seus inventários em vendas e, após isso, cobrar dos seus clientes.

Como é do conhecimento geral, se a empresa pretende cumprir as suas obrigações nas datas acordadas não pode esperar que um seu devedor seja igualmente cumpridor e que satisfaça os seus débitos com igual pontualidade.

De uma forma esquemática podemos representar o FM como uma relação entre o ativo corrente (realizável até um ano) e o passivo corrente (exigível até um ano), realçando a necessidade da existência de fundos com um grau de permanência superior, como forma de garantir a margem de segurança pretendida.

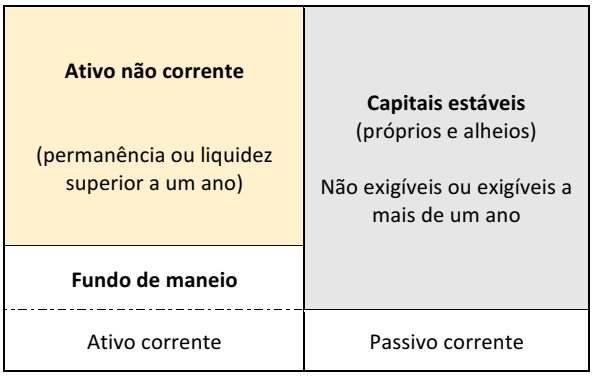
Fundo de maneio patrimonial



Dado pela expressão:

$$Fundo\ maneio\ (FM) = Capitais\ estáveis - Ativos\ não\ correntes$$

Ou fundo de maneio corrente:



obtido através pela seguinte expressão:

$$\text{FM} = \text{Ativo corrente} - \text{Passivo corrente}$$

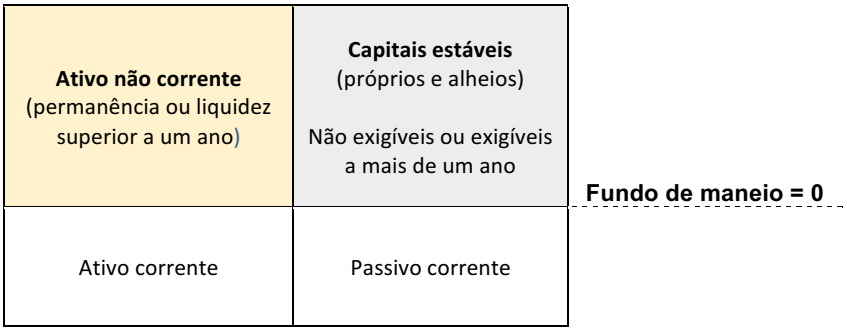
Nota:

O FM pode ser calculado com base no balanço contabilístico ou balanço funcional, designando-se neste caso de **fundo de maneio funcional.** É provável que as quantias apuradas pelos dois métodos sejam diferentes, devido aos ajustamentos necessários à preparação do balanço funcional

Da comparação entre capitais estáveis e ativos não correntes podem-se obter três resultados possíveis:

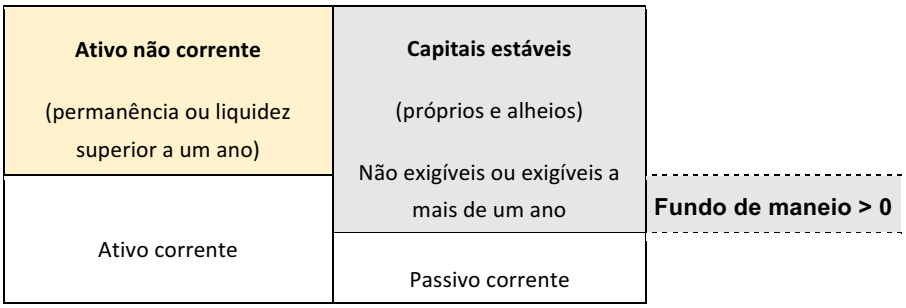
FM = 0

- indica que os capitais estáveis igualam os ativos não correntes, pelo que não financiam o ciclo de exploração - **fundo de maneio nulo**



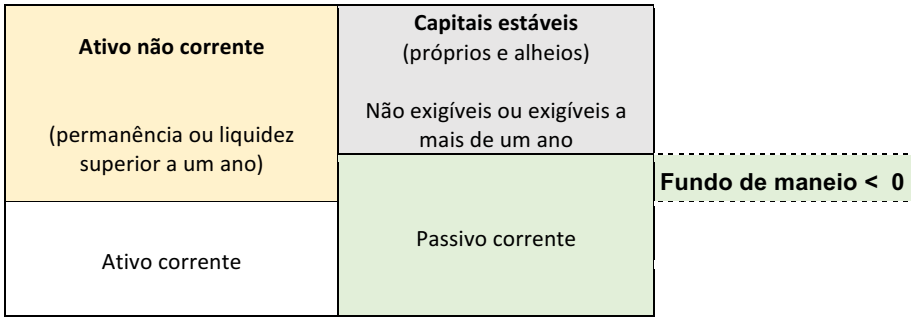
FM > 0

- indica que partes dos capitais estáveis financiam o ciclo de exploração - **fundo de maneio superavitário**



FM < 0

- significa que parte dos capitais não estáveis financiam ativos fixos tangíveis (fator de risco) – **fundo de maneio deficitário**



Um ***fundo de maneio deficitário*** pode conduzir ao recurso exagerado a créditos de curto prazo em detrimento de créditos de prazos mais alargados, designadamente descobertos bancários, normalmente mais onerosos com efeitos negativos nos resultados da empresa, perda da capacidade negocial junto dos fornecedores, comportando estes efeitos um maior risco de estabilidade financeira e económica.

Se um **fundo de maneio deficitário** é contraproducente, também um ***fundo de maneio excessivo*** conduz a um decréscimo mais rápido da rendibilidade do capital investido. Traduz-se num excesso de meios líquidos cuja rendibilidade resulta desequilibrada.

Para baixar o FM excessivo a empresa pode distribuir dividendos em montantes mais elevados, amortizar antecipadamente financiamentos de médio e longo prazo, adquirir bens ou equipamentos produtivos ou outros com recurso a financiamentos de curto prazo, para reduzir a diferença entre os capitais estáveis e os ativos não correntes ou entre o ativo e passivo corrente (perspetiva funcional).

Como se depreende o FM resulta da estratégia financeira da empresa. Na perspetiva patrimonial as alterações do FM têm origem nas variações dos capitais a médio longo prazo e às decisões de investimento.

Δ FM = Δ Capitais Estáveis - Δ Ativo Não Corrente

As principais variações que ocorrem nas contas de capitais estáveis são devidas, quer aos recursos próprios, quer alheios com caráter de médio ou longo prazo:

Recursos próprios

- Aumentos de capital (capital social ou prestações suplementares) (+)
- Reduções de capital social (e.g. amortização e remição de capital, aquisição de quotas/ações próprias) (-)
- Resultados do período (±)
- Distribuição de resultados (-)
- Revalorizações de ativos tangíveis e intangíveis (+)
- Imparidades de ativos revalorizados (-)
- Ajustamentos de ativos financeiros (MEP) (±)
- Cobertura de prejuízos (com entradas) (+)

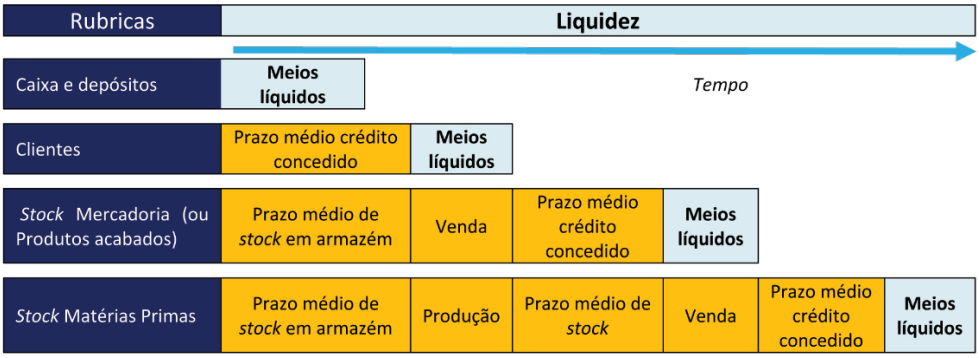
Recursos alheios

- Aumentos de financiamentos a médio/longo prazo (+)
- Reembolsos de financiamentos a médio/longo prazo (-)
- Aumentos / reduções de outros créditos com características de médio/ longo prazo

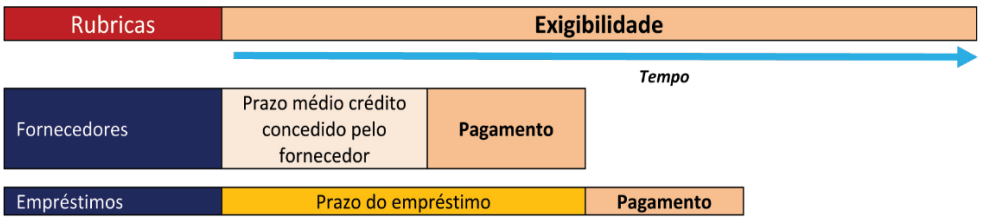
As principais variações que ocorrem nas contas do ativo não corrente, e sobre as quais o analista deve centrar a sua observação, são as seguintes:

- Realização de novos investimentos (+)
- Alienações (-)
- Imparidade de investimentos (-)
- Ajustamentos de justo valor (±)

Na perspetiva operacional para determinar se o FM é adequado calcular as necessidades de fundo de maneio (**NFM**), que resultam das políticas de gestão operacional relacionados com prazos de crédito concedidos e *stocks*. Estas políticas têm em consideração os prazos de liquidez (transformação em meios líquidos ou moeda) dos diversos elementos afetos ao ciclo operacional. O título de exemplo:



A exigibilidade do passivo corresponde ao prazo no qual a entidade tem que pagar a sua dívida aos fornecedores, ao Estado, à banca. Agrupam-se os passivos, quanto à exigibilidade, em curto prazo, que têm que ser liquidados no prazo até um ano, e de médio longo prazo, aqueles passivos que têm que ser pagos num período que excede o ano.



A análise das NFM permite avaliar se este se encontra a níveis adequados, ou seja, se é igual às necessidades, excessivo ou insuficiente.

Fundo de maneio exploração:

Ativo não corrente (permanência ou liquidez superior a um ano)	**Capitais estáveis** (próprios e alheios) Não exigíveis ou exigíveis a mais de um ano
Fundo de maneio adequado ?	
Ativo corrente	Passivo corrente

Como regra geral do equilíbrio financeiro devemos ter **FM ≥ NFM.**

Admitindo que ativo e passivo corrente fossem compostos pelas rubricas abaixo mencionadas, pode-se quantificar as **NFM**:

NFM = Clientes + Inventários - Fornecedores

Como se deduz da expressão das NFM, se mantivermos constante o valor da dívida a fornecedores, qualquer aumento do crédito concedido a clientes (por aumento de vendas ou pelo alargamento dos prazos de cobrança) ou quantias aplicadas em inventários, provoca um aumento das **NFM**.

Dada a importância da gestão da liquidez da empresa (gerar dinheiro para pagar dívidas nos prazos acordados) esta área merece sempre grande atenção por parte da gestão, que analisa várias soluções:

- Minimização das quantidades e valores em *stock*;
- Minimização dos prazos e montantes em recebimento;
- Maximização dos prazos e montantes de pagamento.

No entanto, como já foi referido, nem todas as empresas carecem de ter uma componente dos seus capitais estáveis a financiar o ativo corrente. Tal depende da capacidade da empresa para obter crédito e a sua política de conceder crédito.

Se uma empresa que vende a pronto pagamento e paga aos seus fornecedores a três meses tem os fornecedores a financiar uma parte significativa da exploração, logo tem uma necessidade inferior de FM.

Igualmente uma empresa com elevada rotação dos *stocks* ou *stock* zero (por exemplo uma empresa que venda por catálogo e apenas tem artigos para exposição) terá menores NFM, dado que a quantidade está inversamente associada a essas necessidades.

A definição de uma política de financiamento e a subsequente obtenção dos recursos financeiros está dependente de muitos elementos potenciadores ou condicionantes, designadamente os referidos na figura seguinte:

Figura n.º 14 – Fatores que influenciam a política de financiamento

Fonte: Fernandes *et al.* (2013) Relato financeiro: interpretação e análise, Vida Económica

A quantificação das NFM para além das condições de negociação acima referidas depende de outros fatores, designadamente (Santos, 1981):

- Duração do ciclo de exploração
- Preço dos diferentes fatores de exploração
- A capacidade de obtenção de crédito de curto prazo com características de estabilidade
- A facilidade de obtenção dos elementos dos investimentos
- Fase de desenvolvimento da empresa na atividade e fase de crescimento do setor
- Riscos inerentes à atividade

Caso prático n.º 3

Considere a seguinte informação sobre a empresa XPTO, do setor e dimensão onde está enquadrada. Pretende-se que analise os seguintes aspetos:

- Estrutura financeira da empresa e sua evolução
- Estudo do equilíbrio financeiro a médio e longo prazo
- Estudo do equilíbrio financeiro a curto prazo

Balanço:

RUBRICAS	EMPRESA			SETOR		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
ATIVO						
Ativo não corrente						
Ativos fixos tangíveis	46.800	59.400	75.900	101.200	100.800	10.0800
	46.800	59.400	75.900	101.200	100.800	100.800
Ativo corrente						
Inventários	18.300	18.900	12.000	169.700	172.300	180.000
Clientes	66.900	67.900	68.300	158.400	160.300	165.200
Estado e outros entes públicos	8.800	7.600	5.700			
Outras contas a receber				6.500	6.200	6.800
Caixa e depósitos bancários	30.800	22.500	18.100	61.200	60.400	59.400
	124.800	**116.900**	**104.100**	**395.800**	**399.200**	**411.400**
Total do ativo	**171.600**	**176.300**	**180.000**	**497.000**	**500.000**	**512.200**
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO						
Capital próprio						
Capital subscrito	25.000	25.000	25.000			
Reservas legais	5.000	5.000	5.000			
Resultados transitados	88.000	64.100	41.200			
Resultado líquido do período	25.500	23.900	22.900			
Total do capital próprio	**143.500**	**118.000**	**94.100**	**135.900**	**137.000**	**133.300**
Passivo						
Passivo não corrente						
Financiamentos obtidos	1.500	7.300	16.400	92.600	91.100	87.800
	1.500	**7.300**	**16.400**	**92.600**	**91.100**	**87.800**
Passivo corrente						
Fornecedores	3.200	13.100	19.300	138.500	139.000	151.900
Estado e outros entes públicos	15.300	22.600	26.100	15.800	16.400	17.000
Financiamentos obtidos	4.900	9.300	10.500	113.800	115.800	122.000
Outras contas a pagar	3.200	6.000	13.600	400	700	200
	26.600	**51.000**	**69.500**	**268.500**	**271.900**	**291.100**
Total do Passivo	**28.100**	**58.300**	**85.900**	**361.100**	**363.000**	**378.900**
Total do capital próprio e do passivo	**171.600**	**176.300**	**180.000**	**497.000**	**500.000**	**512.200**

Quadro de alterações do ativo fixo tangível:

Empresa				
Anos	**Investimento bruto (1)**	**Depreciações exercício (2)**	**Depreciações acumuladas (3)**	**Investimento líquido 4=(1-3)**
2015	156.000	21.300	109.200	46.800
2014	147.300	19.900	87.900	59.400
2013	143.900	28.300	68.000	75.900
Setor				
2015	250.300	12.800	149.100	101.200
2014	247.600	13.000	146.800	100.800
2013	244.400	13.600	143.600	100.800

Proposta de resolução

1) Balanço funcional da empresa e do setor, em valor

Rubricas	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Total Aplicação Fundos (I+II+III)	**280.800**	**264.200**	**248.000**	**646.100**	**646.800**	**655.800**
I-Investimentos	**156.000**	**147.300**	**143.900**	**250.300**	**247.600**	**244.400**
II-Necessidades cíclicas de exploração	**94.000**	**94.400**	**86.000**	**334.600**	**338.800**	**352.000**
Inventários	18.300	18.900	12.000	169.700	172.300	180.000
Clientes	66.900	67.900	68.300	158.400	160.300	165.200
Outros ativos exploração	8.800	7.600	5.700	6.500	6.200	6.800
III-Tesouraria ativa	**30.800**	**22.500**	**18.100**	**61.200**	**60.400**	**59.400**
Total Origens de Fundos (IV+V+VI)	**280.800**	**264.200**	**248.000**	**646.100**	**646.800**	**655.800**
IV-Recursos próprios e alheios estáveis	**254.200**	**213.200**	**178.500**	**377.600**	**374.900**	**364.700**
Recursos próprios	143.500	118.000	94.100	135.900	137.000	133.300
Financiamentos obtidos não correntes	1.500	7.300	16.400	92.600	91.100	87.800
Depreciações acumuladas	109.200	87.900	68.000	149.100	146.800	143.600
V-Recursos cíclicos de exploração	**21.700**	**41.700**	**59.000**	**154.700**	**156.100**	**169.100**
Fornecedores	3.200	13.100	19.300	138.500	139.000	151.900
Estado e outros públicos	15.300	22.600	26.100	15.800	16.400	17.000
Outros passivos exploração	3.200	6.000	13.600	400	700	200
VI-Tesouraria passiva	**4.900**	**9.300**	**10.500**	**113.800**	**115.800**	**122.000**
Financiamentos obtidos-correntes	4.900	9.300	10.500	113.800	115.800	122.000

2) Balanço funcional da empresa e setor, em percentagem

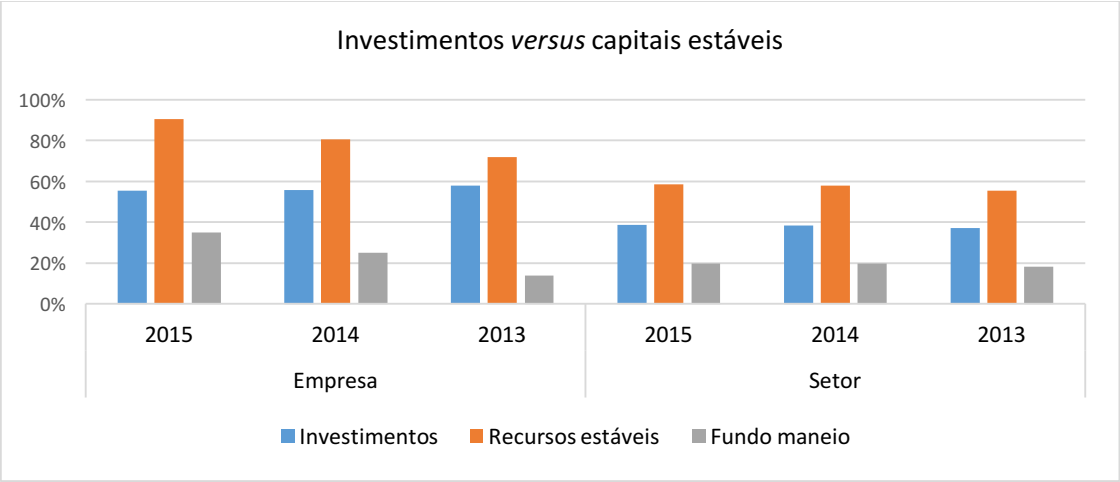
Rubricas	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Total Aplicação Fundos (I+II+III)	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
I-Investimentos	**55,6%**	**55,8%**	**58,0%**	**38,7%**	**38,3%**	**37,3%**
II-Necessidades cíclicas de exploração	**33,5%**	**35,7%**	**34,7%**	**51,8%**	**52,4%**	**53,7%**
Inventários	6,5%	7,2%	4,8%	26,3%	26,6%	27,4%
Clientes	23,8%	25,7%	27,5%	24,5%	24,8%	25,2%
Outros ativos exploração	3,1%	2,9%	2,3%	1,0%	1,0%	1,0%
III-Tesouraria ativa	**11,0%**	**8,5%**	**7,3%**	**9,5%**	**9,3%**	**9,1%**
Total Origens de Fundos (IV+V+VI)	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
IV-Recursos próprios e alheios estáveis	**90,5%**	**80,7%**	**72,0%**	**58,4%**	**58,0%**	**55,6%**
Recursos próprios	51,1%	44,7%	37,9%	21,0%	21,2%	20,3%
Financiamento obtidos não correntes	0,5%	2,8%	6,6%	14,3%	14,1%	13,4%
Depreciações acumuladas	38,9%	33,3%	27,4%	23,1%	22,7%	21,9%
V-Recursos cíclicos de exploração	**7,7%**	**15,8%**	**23,8%**	**23,9%**	**24,1%**	**25,8%**
Fornecedores	1,1%	5,0%	7,8%	21,4%	21,5%	23,2%
Estado e outros públicos	5,4%	8,6%	10,5%	2,4%	2,5%	2,6%
Outros passivos exploração	1,1%	2,3%	5,5%	0,1%	0,1%	0,0%
VI-Tesouraria passiva	**1,7%**	**3,5%**	**4,2%**	**17,6%**	**17,9%**	**18,6%**
Financiamentos obtidos-correntes	1,7%	3,5%	4,2%	17,6%	17,9%	18,6%

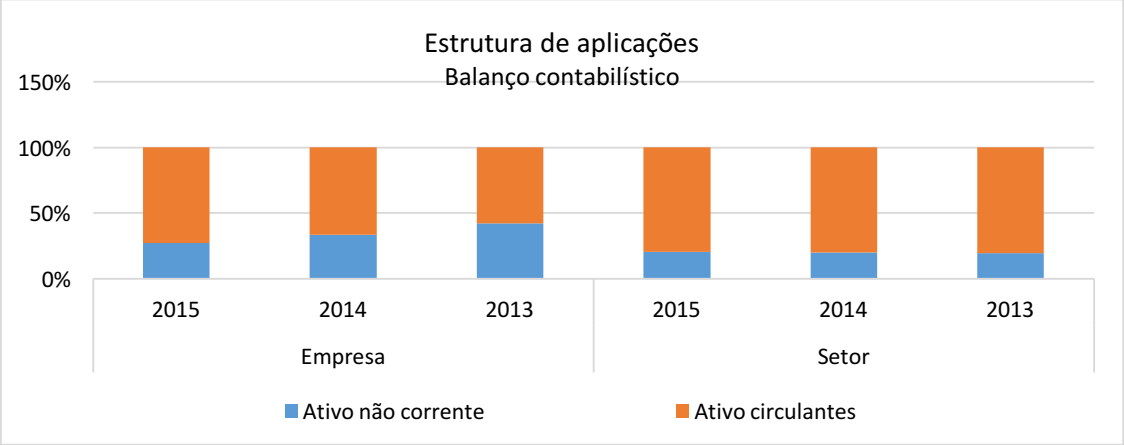
3) Análise comparada empresa *versus* setor

Conforme se observa no quadro abaixo a empresa segue uma política de fundo de maneio positivo (capitais estáveis superiores aos investimentos não correntes) situação que se mantém ao longo dos três anos de observação. Igual política de fundo de maneio positivo verifica-se no setor, que em termos médios, tem uma dimensão em termos de ativos não correntes superior ao da empresa em análise.

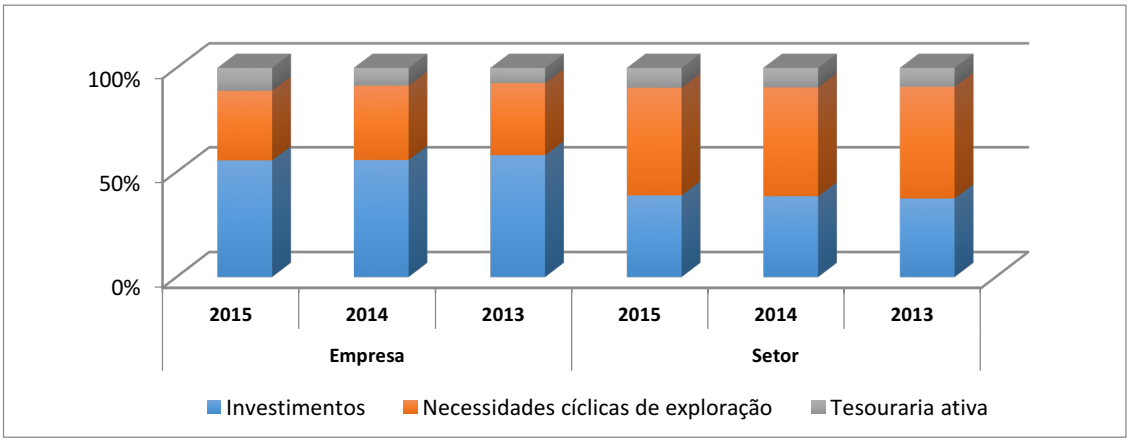
Rúbricas	EMPRESA			SETOR		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Capitais estáveis	254.200	213.200	178.500	377.600	374.900	364.700
Investimentos	156.000	147.300	143.900	250.300	247.600	244.400
Fundo de maneio	**98.200**	**65.900**	**34.600**	**127.300**	**127.300**	**120.300**

Observando as rubricas em termos relativos constata-se que o FM apresenta uma trajetória crescente na empresa (representava 35% das origens totais em 2015 e 14% em 2013). No setor, em termos médios, esta margem de segurança é menor, de cerca de 20% em 2015, sendo 18% em 2013.





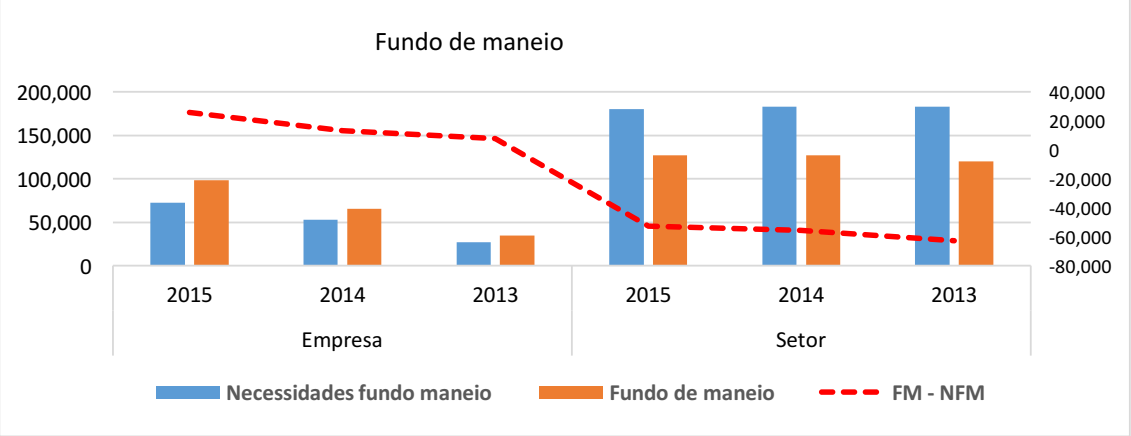
Contudo, atendendo à estrutura de aplicações, verifica-se que o peso relativo dos investimentos é de 20% no setor e cerca de 27% na empresa. Pelo contrário, as necessidades cíclicas de exploração têm um peso na ordem dos 35% na empresa e de 52% no setor. Esta diferença reflete opções de investimento diferenciados que podem ser justificados pela especificidade da empresa estudada.



Como se constata, quer a empresa, quer o setor têm políticas de FM positivo. Apresenta-se as NFM, quer da empresa, quer do setor:

	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Necessidades cíclicas de exploração	94.000	94.400	86.000	334.600	338.800	352.000
Recursos cíclicos de exploração	21.700	41.700	59.000	154.700	156.100	169.100
NFM	72.300	52.700	27.000	179.900	182.700	182.900
FM	98.200	65.900	34.600	127.300	127.300	120.300
FM - NFM	**25.900**	**13.200**	**7.600**	**-52.600**	**-55.400**	**-62.600**

Numa análise quanto à adequação do FM às NFM constata-se que, enquanto na empresa esta diferença é positiva (FM > NFM), no setor ela é negativa, sugerindo que não é atendida a regra de segurança mínima.



4) Conclusão

Face aos elementos analisados quanto à estrutura de origens e aplicações constata-se que a empresa apresenta um perfil que se diferencia do setor.

Apesar de na empresa e no setor existirem diferenças entre os pesos relativos dos ativos circulantes (e das necessidades de recursos de exploração a eles associados) e dos investimentos em ativos não correntes, estas diferenças não podem ser comentadas sem conhecer as especificidades da empresa face às suas concorrentes.

Diferença significativa é a política de financiamento das necessidades de FM. Apesar da política de FM positivo, esta mostra-se insuficiente face às necessidades no setor, e excedentária na empresa. Ambas as opções poderão eventualmente ser justificadas pelo contexto em que as empresas atuam, designadamente a facilidade de obtenção de recursos de curto prazo, mas com natureza de estabilidade, na dificuldade de obter financiamentos de médio ou longo prazo ou de mobilizar recursos dos sócios/acionistas.

4.3 POLÍTICAS DE INVESTIMENTO E DE FINANCIAMENTO

As políticas de investimento e respetivo financiamento inserem-se, quer nas decisões de carácter estratégico, quer operacional.

São da esfera das decisões estratégicas os investimentos de substituição, expansão ou outros assim como aspetos da área operacional com impacto significativo na esfera financeira, designadamente políticas de crédito a conceder, margens de segurança de determinados *stocks* críticos para a atividade. As decisões recorrentes da exploração cabem geralmente à área de decisão operacional.

A análise dos investimentos e respetivos financiamentos numa perspetiva de conhecimento e gestão pode ser realizada através da análise de balanços e de demonstrações de fluxos de caixa comparados do período em estudo ou através de instrumentos preparados, designadamente a demonstração das origens e aplicações de fundos (DOAF). Esta análise pode ser feita em valores absolutos ou percentuais.

Esta análise deve ser complementada com alguns rácios ou indicadores financeiros que permitam averiguar se a política de investimento é adequada.

4.3.1. O autofinanciamento

Uma componente importante do financiamento da atividade é a capacidade das entidades em gerar os excedentes que permitam não só fazer face à necessidade das atividades operacionais, como contribuir para os investimentos de substituição ou expansão e satisfazer os compromissos com os credores e detetores de capital.

O autofinanciamento ou meios libertos líquidos retidos (MLLr) como o próprio nome indica, é uma fonte de financiamento gerada internamente que representa os excedentes financeiros líquidos gerados pela empresa após a dedução da distribuição dos resultados. Em valor absoluto, equivale à capacidade de autofinanciamento.

É constituído pelo resultado líquido do período acrescido das depreciações, amortizações, imparidades, provisões e variações de justo valor reconhecidos na DR, mas que não correspondem a fluxos de tesouraria imediatos.

	Resultado líquido do período
-	Dividendos
=	**Resultado líquido retido**
+	Depreciações/amortizações (- reversões)
+	Imparidades (- reversões)
+	Provisões (- reduções)
-	Aumentos justo valor (+ reduções)
=	**Autofinanciamento ou MLLr**

O cálculo dos MLLr pode ser realizado através da seguinte expressão:

MLLr = Resultado Líquido Retido ± Depreciações e Amortizações do Período ± Imparidades do Período ± Provisões do Período ± Variações de Justo Valor do Período

Trata-se de uma fonte de financiamento privilegiada porque não é remunerada contrariamente a financiamentos externos (por exemplo empréstimos bancários ou de sócios) e dispensa eventuais reforços de capital por parte dos detentores de capital através de aumentos de capital, suprimentos ou outras modalidades.

4.3.2. Demonstração das origens e aplicações de fundos

A DOAF não está incluída nas DF obrigatórias, mas continua a ser um importante instrumento para a análise do equilíbrio financeiro da empresa. Apresenta as alterações ocorridas na posição financeira da empresa num determinado período (normalmente anual), permitindo o estudo da interdependência das variações das diferentes rubricas do balanço. A DOAF evidencia as fontes de financiamento (origens de fundos) que a empresa utilizou, para fazer face aos investimentos e as suas obrigações na data de vencimento (aplicações de fundos) durante um dado período. Desta forma, a DOAF é preparada através das variações ocorridas nas rubricas entre dois balanços sucessivos.

Demonstração de origens e aplicações de fundos

ORIGENS	APLICAÇÕES
Internas	**Distribuições:**
Resultados líquidos do período	Por aplicação de resultados
Amortizações / depreciações	Por aplicação de reservas
Variação de provisões	
Outras variações (imparidades, justo valor, etc.)	
Externas	**Diminuições dos capitais próprios:**
Aumentos dos capitais próprios	Diminuições de capital e prestações suplementares
Aumento capital e prestações suplementares	
Aumento de reservas	
Movimentos financeiros de médio e longo prazo	**Movimentos financeiros de médio e longo prazo**
Aumento de dívidas a terceiros a médio/longo prazo	Diminuição de dívidas a terceiros a médio/longo prazo
Aumento de dívidas a instituições de crédito	Diminuição de dívidas a instituições de crédito
Aumento das dívidas a sócios	Diminuição das dívidas a sócios
Aumento de outras dívidas a terceiros	Diminuição de outras dívidas a terceiros
Diminuição de investimentos	**Aumentos de investimentos**
Diminuições de ativos fixos tangíveis	Aquisição de ativos fixos tangíveis
Diminuições de ativos intangíveis	Aquisição de ativos intangíveis
Diminuições de investimentos financeiros	Aquisição de investimentos financeiros
Diminuição de fundos circulantes (1)	**Aumentos de fundos circulantes (1)**
TOTAL DAS ORIGENS	**TOTAL DAS APLICAÇÕES**

A DOAF está construída na lógica da origens estáveis e aplicações de médio e longo prazo. A variação dos fundos circulantes é apurada em mapa complementar, que pode ter a seguinte estrutura:

Mapa de variação dos fundos circulantes

Variações ativas	Variações passivas
Aumentos de inventários	**Diminuição de inventários**
Aumentos de dívidas de terceiros a curto prazo	**Diminuição de dívidas de terceiros a curto prazo**
Clientes	Clientes
Estado e outros entes públicos	Estado e outros entes públicos
Outras dívidas de terceiros	Outras dívidas de terceiros
Diminuição das dívidas a terceiros a curto prazo	**Aumentos de dívidas a terceiros a curto prazo**
Bancos e outras instituições financeiras	Bancos e outras instituições financeiras
Fornecedores	Fornecedores
Estado e outros entes públicos	Estado e outros entes públicos
Outras dívidas a terceiros	Outras dívidas a terceiros
Aumento de disponibilidades	**Diminuição de disponibilidades**
Caixa e depósitos bancários	Caixa e depósitos bancários
Acréscimos e diferimentos	**Acréscimos e diferimentos**
Acréscimos de rendimentos	Acréscimos de gastos
Gastos diferidos	Rendimentos diferidos
Subtotal A	**Subtotal B**
Redução de fundos circulantes (C) **Se aplicações < origens**	**Aumento de fundos circulantes (E)** **Se aplicações > origens**
TOTAL	**TOTAL**

Os fundos circulantes são obtidos pela diferença entre o ativo corrente e o passivo corrente. Deste modo, aumentos do ativo corrente proporcionam aumentos de fundos circulantes, enquanto aumentos do passivo corrente proporcionam reduções de fundos circulantes.

As variações ativas (subtotal A) correspondem a aumentos (manutenção) do ativo corrente e diminuições (manutenção) do passivo corrente. Este efeito provoca um aumento dos fundos circulantes (E).

Por sua vez as variações passivas (subtotal B) correspondem a diminuições (manutenção) do ativo corrente, com o aumento (manutenção) do passivo corrente. Este efeito provoca uma diminuição dos fundos circulantes (E).

Quando o somatório das variações ativas é superior ao somatório das variações passivas tal representa um aumento do investimento nas rubricas de curto prazo, ou seja, um maior aumento do ativo corrente e/ou a redução do passivo corrente, pelo que se

verifica um aumento dos fundos circulantes. Este aumento de fundos a curto prazo representa uma forma de investimento, constando nas aplicações de fundos da DOAF.

Quando o somatório das variações ativas é inferior ao somatório das variações passivas tal representa uma diminuição (manutenção) do investimento nas rubricas de curto prazo, e/ou um aumento do passivo de curto prazo, pelo que se verifica uma redução dos fundos circulantes, inscrito em C do Mapa de variação de fundos circulantes.

4.3.3. Outros indicadores

Geralmente associada às origens e aplicações de fundos são utilizados diversos indicadores que permitem aferir a qualidade dos investimentos, se estão em expansão ou retração e as origens do seu financiamento. Referem-se um conjunto de rácios que poderão ser utilizados nessa caracterização.

4.3.3.1 Renovação dos ativos fixos tangíveis (RAFT)

$$\text{Renovação dos ativos fixos tangíveis (RAFT)} = \frac{\text{Investimentos em ativos fixos tangíveis}}{\text{Depreciações do período}}$$

Este rácio indica em que medida a existe uma renovação ou envelhecimento destes investimentos. Se:

RAFT = 1

Indica uma política de substituição destes ativos que não aumentam em valor absoluto dado que o investimento efetuado em ativos fixos tangíveis é igual à sua depreciação anual.

Esta opção insere-se numa política de manutenção da capacidade instalada, exceto se os equipamentos substitutos incorporarem capacidades de produção e inovação significativas.

RAFT > 1

Indica uma política de substituição e expansão destes ativos que aumentam em valor absoluto dado que o investimento efetuado em ativos fixos tangíveis é superior à sua depreciação anual.

Esta opção insere-se numa política de aumento da capacidade instalada que prevê crescimento de atividade da empresa potencialmente visível nos seus indicadores de atividade (vendas, gastos variáveis, etc.).

RAFT < 1

O investimento efetuado em ativos fixos tangíveis é inferior à sua depreciação anual o que indica uma política de desinvestimento dado que o valor destes ativos diminui em valor absoluto.

Esta opção insere-se numa política redução da capacidade instalada que pode prever eventual abandono futuro da atividade, com consequências geralmente visíveis nos seus indicadores de atividade (vendas, gastos variáveis, etc.).

4.3.3.2 Grau de envelhecimento dos ativos fixos tangíveis

Outro indicar útil sobre a qualidade do investimento é o seu grau de envelhecimento, dado pela relação entre as depreciações (amortizações) acumuladas e o ativo bruto. Este rácio é dado pela expressão:

$$\text{Grau de envelhecimento dos ativos fixos tangíveis} \quad (\mathrm{GE_{AFT}}) = \frac{\text{Depreciações acumuladas}}{\text{Ativos fixos tangíveis brutos}}$$

Este indicador varia entre 0 (zero) e 1 (um), onde o 1 significa que o ativo está totalmente depreciado e 0 que ainda não foi depreciado.

Quanto mais elevado for o nível das depreciações acumuladas, mais o grau de envelhecimento se aproxima de 1.

Não existem valores ideais de referência, contudo pode-se aceitar que com o aumento do grau de envelhecimento existe a probabilidade da redução da eficiência dos equipamentos, associada aumentos das despesas de manutenção e reparações. Assume-se como um valor de referência favorável quando o $\mathrm{GE_{AFT}} \leq 0{,}7$.

4.3.3.3 Financiamento do investimento

O rácio financiamento do investimento determina em que medida as variações do ativo não corrente estão a ser financiadas pelo recurso a capitais com grau de exigibilidade superior a um ano. É um rácio complementar ao rácio da cobertura dos ativos não correntes pelos capitais estáveis e a sua interpretação é análoga:

$$\text{Financiamento de investimento (FI)} = \frac{\Delta\ \text{Capitais estáveis}}{\Delta\ \text{Ativo não corrente}}$$

Este rácio apresenta valores inferior, igual ou superior a 1.

Quando os valores de FI são iguais ou superiores a 1 (FI ≥ 1) significa que a variação dos capitais estáveis é igual ou superior às variações do ativo não corrente, cumprindo desta forma o princípio do equilíbrio financeiro mínimo, pelo que se assume como o intervalo adequado.

Se FI < 1 as variações dos capitais estáveis são inferiores as variações do ativo não corrente, situação que contraria o requisito do equilíbrio financeiro mínimo. Esta situação envolve, normalmente, riscos para a empresa, na medida em que indicia que a empresa esta a recorrer ao crédito de curto prazo para financiar investimento, podendo causar problemas na satisfação dos compromissos assumidos.

4.3.3.4 Fluxos de caixa e rácios de cobertura

Diversos indicadores podem ser obtidos com a informação da demonstração de fluxos de caixa relacionados, quer com a DR, quer com o balanço.

Os rácios mais comuns elaborados com base na demonstração de fluxos de caixa são os rácios de cobertura que pretendem dar uma visão da capacidade da empresa em cumprir com as suas obrigações financeiras. Os fluxos de caixa operacionais (FCO) são a principal fonte de fundos para as remunerações dos capitais próprios e reembolso dos capitais alheios necessários aos investimentos que garantem o crescimento da empresa pelo que, em regra, é este o fluxo utilizado nos diversos rácios.

Indicam-se alguns dos rácios que poderão auxiliar o analista a identificar aspetos críticos.

Um dos indicadores importantes para a gestão é o conhecimento da capacidade que a entidade tem em transformar os seus excedentes operacionais (rendimentos e gastos) em, respetivamente, recebimentos e pagamentos, refletidos nos fluxos de caixa operacionais.

$$\text{Fluxos de caixa / EBITDA} = \frac{\text{FCO}}{\text{EBITDA}}$$

Este indicador é influenciado pelos prazos médios de pagamentos e de recebimentos praticados. O valor deste indicador se igual a 1, significa de foram realizados todos os pagamentos e recebimentos de exploração. Recorde-se que quando os FCO não geram saldos positivos, ou saldos positivos insuficientes, a compensação para a liquidação dos compromissos assumidos poderá ser obtida pela alienação dos ativos (fluxo de

atividades de investimento) ou através do endividamento (fluxo de atividades de financiamento).

Para determinar a capacidade para reembolsar as dívidas (curto e médio/longo) e pagamento dos juros e de dividendos aos proprietários pelos excedentes monetários gerados pelos FCO podem-se definir diversos rácios.

O rácio de cobertura dos encargos financeiros e dividendos analisa se os fluxos de caixa operacionais permitem cobrir a remuneração dos capitais próprios e alheios.

$$\text{Taxa de cobertura de juros e dividendos} = \frac{\text{FCO}}{\text{Juros e dividendos}}$$

Os indicadores seguintes analisam a capacidade de proceder aos reembolsos da dívida recorrendo aos FCO.

$$\text{Taxa de cobertura de passivo total} = \frac{\text{FCO}}{\text{Passivo total}}$$

$$\text{Taxa de cobertura de passivo corrente} = \frac{\text{FCO}}{\text{Passivo corrente}}$$

$$Taxa\ de\ cobertura\ \ passivo\ não\ corrente = \frac{FCO}{Passivo\ não\ corrente}$$

A interpretação destes indicadores tem que ter em conta o denominador. Considerando a taxa de cobertura do passivo total, pode-se fazer a seguinte interpretação:

Taxa de cobertura < 1

A empresa não está a gerar fluxos de caixa suficientes para pagar a suas dívidas, podendo ser um indicador de dificuldades presentes ou futuras no pagamento das suas dívidas e eventualmente de insolvência.

Taxa de cobertura ≥ 1

A empresa está em boa saúde financeira e consegue cumprir as suas obrigações através da caixa gerada pelas atividades operacionais.

===//===

Outros indicadores relacionados com o financiamento do investimento poderão ser definidos, designadamente o rácio aquisição de capital que permite dar uma visão

sobre a capacidade da empresa para pagar os seus investimentos a partir do FCO após pagamento de dividendos e juros e dos recebimentos das atividades de investimento.

$$\text{Investimentos} = \frac{\text{FCO} + \text{Receb.imentos ativid. investimento} - \text{Pagamento juros e dividendos}}{\text{Pagamento de investimentos}}$$

Outro indicador relevante associado aos fluxos de caixa é **fluxo de caixa livre** ou f*ree cash flow* que representa o dinheiro disponível para remunerar quem financia a empresa (acionistas, obrigacionistas, credores bancários) após estarem pagos todos os gastos operacionais, eventuais variações de FM, impostos, etc. O f*ree cash flow* mede a facilidade com que um negócio gera capital que pode ser usado para crescer o negócio ou remunerar as suas fontes de financiamento.

O valor descontado deste indicador (valor presente de todos os *free cash flows* futuros) é um dos métodos utilizados na determinação do valor intrínseco de uma empresa.

Caso prático n.º 4

Considere os dados sobre a empresa XPTO constantes no caso anterior (balanço e quadro de alterações do ativo fixo tangível), acrescida da seguinte informação:

RENDIMENTOS E GASTOS	EMPRESA			SETOR		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Vendas e serviços prestados	314 000	291 000	285 600	516 800	518 400	546 100
CMVMC	-130 600	-109 500	-98 700	-348 100	-350 000	-375 700
Fornecimentos e serviços externos	-45 700	-47 700	-44 300	-63 800	-64 500	-67 100
Gastos com o pessoal	-81 800	-79 700	-80 400	-77 600	-78 300	-80 200
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)				-3 200	-3 000	-2 600
Outros rendimentos e ganhos	4 900	4 400	8 100	14 200	14 400	15 700
Outros gastos e perdas	-2 200	-1 200	-3 100	-9 300	-8 600	-9 600
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	58 600	57 300	67 200	29 000	28 400	26 600
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-21 300	-19 900	-28 300	-12 800	-13 000	-13 600
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	37 300	37 400	38 900	16 200	15 400	13 000
Juros e gastos similares suportados	-200	-1 200	-2 400	-6 400	-6 100	-8 400
Resultado antes impostos	37 100	36 200	36 500	9 800	9 300	4 600
Imposto sobre o rendimento do período	-11 600	-12 300	-13 600	-4 500	-4 300	-4 000
Resultado líquido do período	**25 500**	**23 900**	**22 900**	**5 300**	**5 000**	**600**

Pretende-se a elaboração do mapa de variação dos fundos circulantes e da DOAF assim como outros indicadores relevantes para caracterizar a evolução das origens e aplicações da empresa.

Proposta de resolução

Para a análise recorre-se aos diversos instrumentos abordados neste ponto, designadamente o apuramento do autofinanciamento e os indicadores abordados.

1) Autofinanciamento

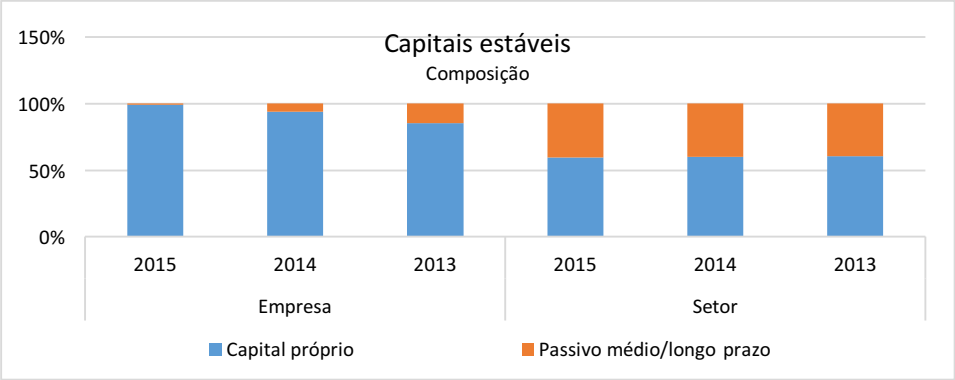
Com base nos elementos disponíveis da empresa determina-se os meios libertos líquidos e o seu contributo para os capitais permanentes ou estáveis.

Rubricas	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Resultado líquido do período	25.500	23.900	22.900	5.300	5.000	600
Dividendos	-	-	-	-	-	-
Depreciações do período	21.300	19.900	28.300	12.800	13.000	13.600
Imparidades do período	-	-	-	3.200	3.000	2.600
MLLr	**46.800**	**43.800**	**51.200**	**21.300**	**21.000**	**16.800**
Capitais estáveis	145.000	125.300	110.500	228.500	228.100	221.100
MLLr / CE	32%	35%	46%	9%	9%	8%

Nota: CE = Capitais estáveis = Capital próprio contabilístico + Passivo M/L prazo

Observa-se que a empresa em análise apresenta um volume de resultados substancialmente superior à média do setor e que não reconhece imparidades[6], facto que poderá contribuir parcialmente para esse desempenho.

Por outro lado, verifica-se que os MLLr representam cerca de 1/3 dos capitais estáveis, enquanto no setor significa apenas cerca de 10%. Esta diferença é parcialmente justificada pelas diferenças de políticas de financiamento adotadas. Enquanto o setor garante cerca de 40% dos capitais estáveis com capitais alheios, na empresa estes representam uma parcela reduzida (15% em 2013 e apenas 1% em 2015).



2) Mapa de variação dos fundos circulantes

Com base nos balanços comparados de 2015/14 e 2014/13 obtiveram-se as variações quer dos elementos do ativo circulante, quer do passivo circulante da empresa, expressos no mapa de variação dos fundos circulantes.

VARIAÇÕES ATIVAS	2015	2014
Aumentos de inventários		6.900
Aumentos de dívidas de terceiros a curto prazo		
Clientes		
Estado e outros entes públicos	1.200	1.900
Diminuição das dívidas a terceiros a curto prazo		
Bancos e outras instituições financeiras	4.400	1.200
Fornecedores	9.900	6.200
Estado e outros entes públicos	7.300	3.500
Outras dívidas a terceiros	2.800	7.600
Aumento de disponibilidades		
Caixa e depósitos bancários	8.300	4.400
Acréscimos e diferimentos		
Subtotal	33.900	31.700
Redução de fundos circulantes (se aplicações < origens)		
TOTAL	**33.900**	**31.700**

[6] O não reconhecimento de imparidades pode ser justificado a inexistências de fatores internos ou externos justificativos ou de práticas contabilísticas da empresa não consentâneas com o definido no normativo contabilístico.

VARIAÇÕES PASSIVAS	2015	2014
Diminuição de inventários	600	
Diminuição de dívidas de terceiros a curto prazo		
Clientes	1.000	400
Aumentos de dívidas a terceiros a curto prazo		
Diminuição de disponibilidades		
Caixa e depósitos bancários		
Acréscimos e diferimentos		
Subtotal	1.600	400
Aumento de fundos circulantes (se aplicações > origens)	**32.300**	**31.300**
TOTAL	**33.900**	**31.700**

Como se constata nos dois anos de análise (2015 e 2014) a empresa apresenta um acréscimo no fundo circulante de, respetivamente, 33.900 e 31.300.

Este acréscimo deve-se essencialmente a uma política de redução dos créditos de curto prazo de 24.000 (2015) para 18.500 em 2014. As componentes do ativo corrente que mais contribuíram para este acréscimo de fundos foram os inventários (6.900 em 2014) e as disponibilidades (8.300) em 2014. Em termos gerais verifica-se uma política de redução do endividamento do curto prazo, com um aumento relativo dos ativos circulantes.

3) Demonstração de origens e aplicações de fundos

ORIGENS	2015	2014
Internas		
Resultados líquidos do exercício	25.500	23.900
Amortizações	21.300	19.900
Variação de provisões		
Externas		
Movimentos financeiros de médio e longo prazo		
Diminuição de imobilizações (valor contabilístico líquido)		
Diminuição de fundos circulantes (1)		
TOTAL DAS ORIGENS	**46.800**	**43.800**

APLICAÇÕES	2015	2014
Distribuições:		
Diminuições dos capitais próprios:		
Movimentos financeiros de médio e longo prazo		
Diminuição de dívidas a terceiros a médio/longo prazo		
Diminuição de dívidas a instituições de crédito	5.800	9.100
Diminuição das dívidas a sócios		
Diminuição de outras dívidas a terceiros		
Aumentos de investimentos		
Aquisição de ativos fixos tangíveis	8.700	3.400
Aumentos de fundos circulantes (1)	32.300	31.300
TOTAL DAS APLICAÇÕES	**46.800**	**43.800**

A DOAF vem comprovar que o investimento, quer em ativo corrente, quer em não corrente, é suportado exclusivamente com fundos próprios gerados pelo autofinanciamento. Paralelamente, esses fundos permitem amortizar as dívidas de médio e longo prazo, reduzindo as origens de financiamento estáveis, na sua quase totalidade a recursos internos, como já havíamos observado anteriormente.

4) Indicadores

Com base na informação disponível é possível caracterizar alguns aspetos, quer dos ativos fixos tangíveis, quer da cobertura desses investimentos, por capitais estáveis.

Indicadores	Empresa		Setor	
	2015	**2014**	**2015**	**2014**
Renovação dos ativos fixos tangíveis	0,41	0,17	0,21	0,25
Grau de envelhecimento do ativos fixos tangíveis	0,70	0,60	0,60	0,59
Financiamento dos investimentos	4,71	10,21	1,00	3,19

Uma primeira observação permite concluir que, nos dois anos de análise, a taxa de substituição dos ativos é inferior a 1, quer no setor, quer na empresa, embora esta apresente um o indicador mais elevado (0.41). Pode-se sugerir que a baixa taxa de renovação poderá ter efeitos futuros na eficiência ou obsolescência da tecnologia.

Os valores do grau de envelhecimento dos ativos fixos tangíveis confirmam a deficiente renovação dos mesmos, dado que estes estão depreciados na ordem dos 60 a 70%, ou seja, a sua vida útil futura será aproximadamente 1/3 da vida útil total.

Quer a empresa, quer o setor, apresentam capacidade de financiar os novos investimentos com capitais estáveis.

5) Conclusão

A empresa ao longo dos três anos seguiu uma política de libertação dos credores (curto e médio/longo prazo), em detrimento do crescimento da sua capacidade de exploração, apoiada no crescimento dos seus ativos correntes e não correntes (equipamentos e outros meios de produção).

A empresa gera autofinanciamento necessário para suportar estes investimentos, contudo a estratégia aparente é a de manutenção de um nível de investimento reduzido, insuficiente para a substituição do parque instalado, que põe em causa a manutenção da capacidade instalada, pelo envelhecimento e eventual obsolescência tecnológica progressiva dos ativos de produção.

5. GESTÃO DOS CAPITAIS CIRCULANTES (CURTO PRAZO)

Existe uma estrutura financeira equilibrada quando, em cada momento, existam meios financeiros suficientes para liquidar as dívidas que se vão vencendo, de forma a minimizar os riscos de incumprimento e também manter as origens e aplicações a níveis que otimizem a rentabilidade. A gestão dos capitais circulantes tem um papel preponderante como fonte de financiamento e melhoria da rendibilidade das empresas, na medida em que é possível encontrar pontos de equilíbrio, uma vez que estão implícitos custos de oportunidade (por exemplo aplicações alternativas de disponibilidades) ou outros custos de manutenção (manter determinado nível de *stocks*) associados a alterações do contexto externo, designadamente alterações na procura pelos produtos das empresas, nas taxas de juro e no estado global da economia.

Entende-se como capital circulante a diferença entre o ativo corrente e o passivo corrente, ou seja, capital circulante = ativo corrente – passivo corrente.

Este capital circulante corresponde ao conceito de FM abordado anteriormente que pode ser calculado como elemento de equilíbrio entre ativos não correntes e capitais estáveis (fundo de maneio estrutural ou funcional):

FM = Capitais estáveis – Ativos não correntes

ou

FM = Ativo corrente – Passivo corrente

Como se recorda, é expetativa que na generalidade das atividades o FM (ou margem de segurança) seja superior a 0 (positivo).

Esta perspetiva do FM de curto prazo (ou fundos circulantes) também incorpora essa margem de segurança porque enquanto o exigível de curto prazo é certo, em termos de datas e valores, o ativo circulante não apresenta o mesmo grau de certeza, tanto em montantes como em grau de disponibilização.

Capitais circulantes / fundos circulantes

<table>
<tr><td>Ativo não corrente

(permanência ou liquidez superior a um ano)</td><td>Capitais estáveis
(próprios e alheios)

Não exigíveis ou exigíveis a mais de um ano</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Ativo corrente</td><td>Capitais / fundos circulantes</td></tr>
<tr><td>Passivo corrente</td></tr>
</table>

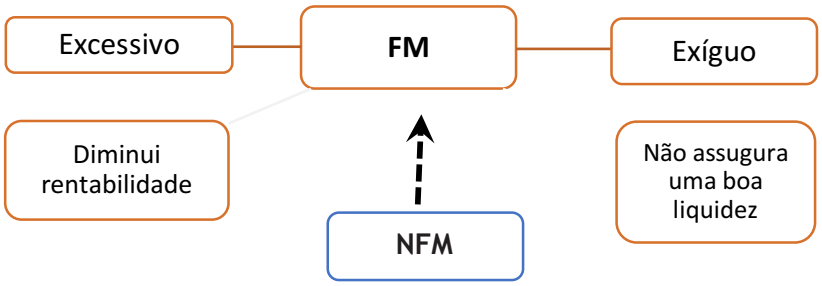
O ativo circulante corresponde ao investimento em *stock* ou existências de mercadorias/matérias-primas/produtos em curso ou acabados, às contas a receber, às disponibilidades e outros ativos correntes, sendo que o passivo circulante corresponde às contas a pagar e aos empréstimos bancários de curto prazo e a outros passivos correntes.

5.1 LIQUIDEZ

Entende-se por liquidez a capacidade de uma empresa liquidar os seus compromissos de curto prazo, designadamente os que resultam do ciclo de exploração, como o pagamento ao pessoal, Estado, fornecedores e outros credores, antes de se receber dos clientes.

O estudo da liquidez pode ser realizado através do seu FM / fundos circulantes e/ou através de indicadores, que permitem o diagnóstico e as tomadas de decisão adequadas aos objetivos da empresa.

O estudo da liquidez através do FM deve considerar diversos aspetos, designadamente se este é adequado, em termos de valor e estrutura, para as **necessidades de fundo de maneio (NFM)** de exploração porque o seu excesso ou exiguidade têm impactos financeiros (e potencialmente operacionais) significativos.



Recorde-se que o balanço funcional se pode diferenciar significativamente do balanço contabilístico porque, quer o ativo, quer o passivo, foram reclassificados de acordo com a sua natureza operacional ou não operacional e que algumas das rúbricas consideradas como correntes no balanço contabilístico foram reclassificadas em ativos não correntes ou capitais estáveis, de acordo com a sua natureza.

Capitais circulantes / fundos circulantes

Ativo não corrente (permanência ou liquidez superior a um ano)	**Capitais estáveis** (próprios e alheios) Não exigíveis ou exigíveis a mais de um ano
Ativo corrente de exploração	**Capitais / fundos circulantes** Passivo corrente de exploração
Ativo corrente extra exploração	Passivo corrente extra exploração

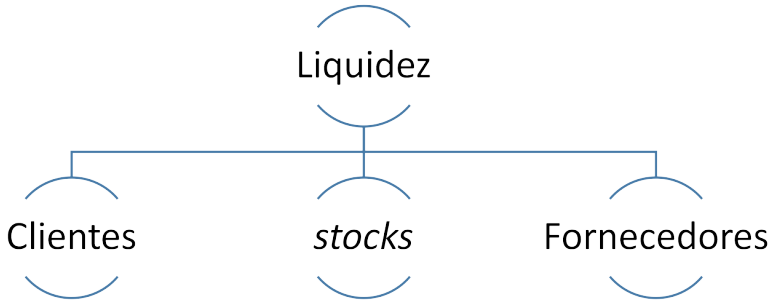
Analisando por rubrica:

Aplicação fundos	Ativo corrente	Passivo corrente	Origens fundos
Ativo corrente de exploração **Necessidades cíclicas**	• *Inventários* • *Ativos biológicos* • *Clientes* • *Outros contas a receber - curto prazo* • *Adiantamentos fornecedores* • *Estado e outros entes públicos* • *Diferimentos de exploração*	• *Fornecedores* • *Outros credores - curto prazo* • *Adiantamentos de clientes* • *Estado e outros entes públicos* • *Outros passivos correntes* • *Diferimentos de exploração*	**Passivo corrente de exploração** **Recursos cíclicos**
Tesouraria ativa	• *Caixa, depósitos bancários* • *Instrumentos financeiros detidos para negociação* • *Sócios e acionistas* • *Diferimentos (não exploração)* • *Outros ativos financeiros (não exploração)*	• *Outros passivos financeiros (não exploração)* • *Diferimentos (não exploração)* • *Financiamentos obtidos*	**Tesouraria passiva**

As NFM assumem um caráter permanente dada a sobreposição dos vários ciclos de exploração. Devido a fatores conjunturais ou sazonais as NFM podem ser superiores às que assumem caráter permanente, podendo existir uma necessidade apenas temporária de FM:

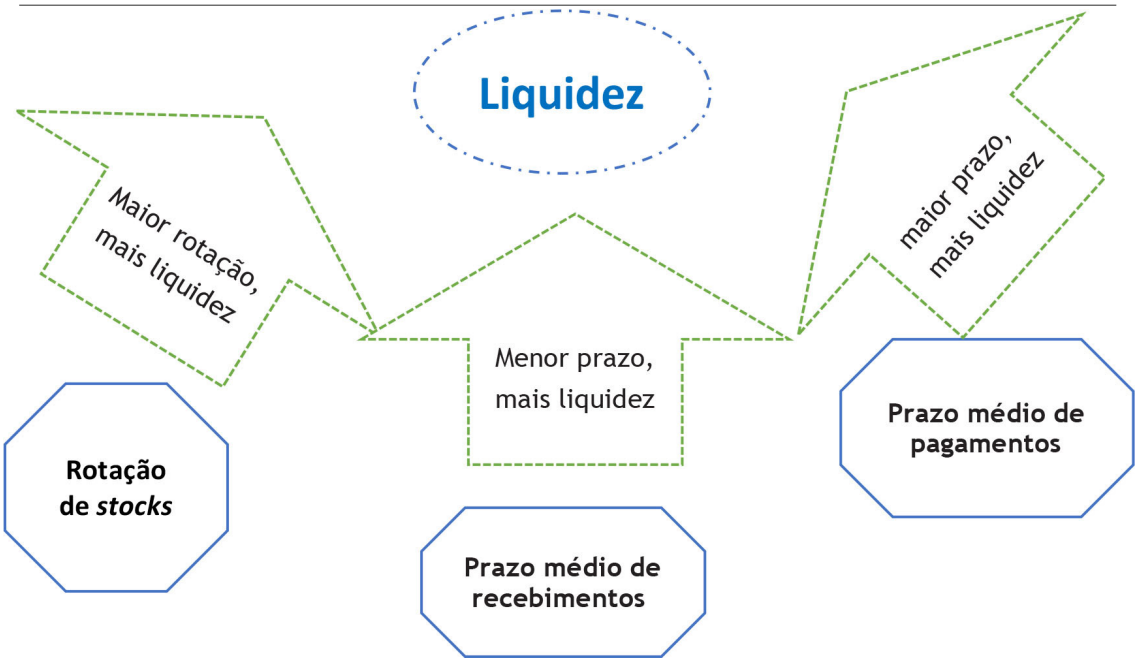
- Se NFM > 0 implica necessidade de financiamento
- Se NFM < 0 implica excedente financeiro do ciclo de exploração

Os fatores determinantes da liquidez de uma empresa, sem recorrer a autofinanciamento ou a crédito bancário de curto prazo são, do lado do ativo, os clientes e *stocks*, do lado do passivo, os fornecedores, sendo que esta é gerada tendo em conta o grau de liquidez dos ativos e de exigibilidade dos passivos. As ações da gestão deverão ir no sentido de melhorar a liquidez da empresa, atuando sobre as variáveis onde tem capacidade de influenciar, designadamente as mais associadas ao ciclo operacional:



A atuação da empresa no sentido de aumentar a liquidez deverá ser no sentido de diminuir as aplicações e aumentar as origens operacionais (fornecedores). Numa situação ótima de equilíbrio a empresa só pagaria aos seus fornecedores após ter vendido e recebido dos seus clientes.

Figura n.º 15 – Fatores que influenciam a liquidez



O grau de liquidez dos clientes depende do prazo de crédito concedido, pelo que esta liquidez é geralmente medida pelo prazo médio de recebimentos que determina quanto tempo (em meses ou em dias) demora a empresa, em média, a receber os créditos que concede aos seus clientes.

$$\text{Prazo médio de recebimentos} = \frac{\text{Clientes (saldos médios)}}{\text{Volume de negócios x (1 + tx IVA)}} x\ 365\ dias$$

Não existem prazos de referência porque estes estão muito dependentes da atividade da empresa, da sua fase de implementação no mercado e das condições usualmente praticadas no seu setor.

O valor obtido, que reflete o prazo efetivo que a empresa demora a receber dos seus clientes, que deve ser confrontado com os prazos negociados com os mesmos, para determinar se existem desvios significativos que careçam de tomada de ações corretivas se necessário.

===//===

Por sua vez, o grau de liquidez dos *stocks* depende da sua venda, para posterior recebimento. A medida geralmente utlizada é o da rotação dos *stocks* que determina, em termos médios, o tempo (em meses ou em dias) que os bens de inventários permanecem em armazém a partir do momento de entrada. Noutra perspetiva, este indicador também pode ser analisado segundo o tempo de vendas que pode ser alcançado com o *stock* disponível.

$$\text{Prazo médio dos inventários (PMI)} = \frac{\text{Inventários (médios)}}{\text{CMVMC}} x\ 365\ dias$$

A rotação de inventários, indicador inverso do anterior, que determina o número de vezes que o *stock* é rodado em armazém durante o ano. Rotação é o ciclo de entrada e saída do *stock* em armazém.

$$\text{Rotação dos inventários (RI)} = \frac{\text{CMVMC}}{\text{Inventários (médios)}} x\ 365\ dias$$

O rácio dos inventários pode ser desdobrado de acordo com a estrutura destes, designadamente de matérias-primas (MP), mercadorias, produtos acabados:

- $\text{Prazo médio das MP} = \frac{\text{MP (médios)}}{\text{Custo MP consumidas}} x\ 365\ dias$
- $\text{Prazo médio produtos acabados} = \frac{\text{Produtos acabados (médios)}}{\text{Custo da produção vendida}} x\ 365\ dias$
- $\text{Prazo médio das mercadorias} = \frac{\text{Mercadorias (médios)}}{\text{Custo das mercadoria vendidas}} x\ 365\ dias$

Não existe um valor de referência estando depende da atividade da empresa e da sua política de gestão de *stocks*.

O valor obtido pode ser comparado com os valores de anos anteriores e/ou com os valores de empresas concorrentes ou valores médios do setor, a fim de averiguar a existência de diferenças significativas e a tomada de ações corretivas se necessário.

===//===

O grau de exigibilidade dos fornecedores depende do prazo de crédito obtido, pelo que esta exigibilidade é geralmente medida pelo prazo médio de pagamentos que determina quanto tempo (em meses ou em dias) demora a empresa, em média, a pagar os créditos que obtém dos seus fornecedores e outros credores.

$$\text{Prazo médio de pagamentos (PMP)} = \frac{\text{Fornecedores (saldos médios)}}{(\text{Compras} + \text{Fornecimentos e serviços externos }) \text{ x } (1 + \text{tx IVA})} x\ 365$$

À semelhança do prazo médio de recebimentos não existe um valor de referência universal, pois este depende da atividade da empresa, do seu poder específico de negociação e das condições usualmente praticadas no seu setor.

O valor obtido, que reflete o efetivo que a empresa demora a pagar aos seus fornecedores e outros credores, deve ser confrontado com os prazos negociados com os mesmos, a fim de averiguar a existência de diferenças significativas e a tomada de ações corretivas se necessário.

===//===

Como se referiu, do ponto de vista do equilíbrio financeiro o FM deve corresponder ao fundo de maneio necessário que tem em consideração o ciclo operacional, ou seja o equilíbrio entre as necessidades cíclicas e recursos cíclicos:

NFM = Necessidades cíclicas - Recursos cíclicos

Necessidades cíclicas	=	Clientes	+	Inventários	+	Adiantamentos fornecedores por conta de compras	+	Estado e outros entes públicos	+ Outros devedores exploração

Recursos cíclicos	= Fornecedores +	Adiantamentos de clientes	+	Estado e outros entes públicos	+ Outros credores exploração	

Se se considerar que a NFM tem como referência o volume de vendas médias diárias, pode-se expressar a NFM da seguinte forma:

$$\frac{\text{NFM}}{\text{VMD}} = \left(\frac{\text{Necessidades cíclicas}}{\text{VMD}}\right) - \left(\frac{\text{Recursos cíclicos}}{\text{VMD}}\right)$$

$$\frac{\text{NFM}}{\text{VMD}} = \left(\frac{\text{CL}}{\text{VMD}} + \frac{\text{Inv}}{\text{VMD}} + \frac{\text{AdF}}{\text{VMD}} + \frac{\text{EP}}{\text{VMD}} + \frac{\text{ODE}}{\text{VMD}}\right) - \left(\frac{\text{F}}{\text{VMD}} + \frac{\text{AdC}}{\text{VMD}} + \frac{\text{EP}}{\text{VMD}} + \frac{\text{OCE}}{\text{VMD}}\right)$$

Em que:

- AdC = Adiantamentos de clientes
- AdF = Adiantamentos a fornecedores
- CL = Clientes
- EP = Estado e outros entes públicos
- F = Fornecedores
- OCE - Outros credores de exploração
- ODE - Outros devedores de exploração
- Inv = Inventários
- VMD = Vendas médias diárias
- NFM – Necessidades de fundo de maneio

Por exemplo, $\frac{\text{CL}}{\text{VMD}}$ refere-se ao prazo médio de recebimentos traduzidos em dias de vendas (volume de negócios). Como exemplo, a relação $\frac{Stocks}{\text{VMD}} = 10$ interpreta-se que o valor dos *stock* representa 10 dias de vendas.

Caso prático n.º 5

Considere os seguintes elementos da empresa XPTO e determine qual o fundo de maneio necessário em dias e valor de vendas, considerando que todos os ativos e passivos correntes estão afetos à exploração:

- Ativo não corrente 100.000
- Capitais estáveis 120.000
- Ativos corrente de exploração **70.000**
    - Inventários 20.000
    - Clientes 50.000
- Passivo corrente de exploração **40.000**
    - Fornecedores 40.000
- Volume de vendas 365.000

Proposta de resolução

Cálculo do fundo de maneio necessário:

Vendas médias diárias = 365.000 / 365 = 1.000

$$\frac{\text{NFM}}{\text{Vendas}} = \left(\frac{20.000}{1.000} + \frac{50.000}{1.000}\right) - \frac{40.000}{1.000} = \frac{30.000}{1.000} = 30 \text{ dias}$$

Resposta: O FM deve corresponder a 30 dias de vendas com as seguintes contribuições:

Ciclo de exploração (dias)		
Prazo médio de recebimentos	(+)	50
Stocks	(+)	20
Prazo médio de pagamentos	(-)	40
NFM		(30)

Ciclo de exploração (valor)	
NFM exploração (valor) = 30 x 1.000	30.000
FM existente (Capitais estáveis – Ativo não corrente)	20.000
Necessidade de financiamento	10.000

===//===

A análise estática do FM pode ser substituída pela análise de rácios que permite determinar se existe ou não uma situação de equilíbrio. O rácio de liquidez geral determina a capacidade da empresa para esta fazer face aos seus compromissos a curto prazo. A leitura deste rácio deve ser complementada com os prazos médios de recebimentos e pagamentos e rotação dos *stocks*. O valor esperado é que a liquidez geral seja ≥ 1.

$$\text{Liquidez geral (LG)} = \frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$$

Se LG < 1

o valor dos ativos correntes é inferior ao passivo corrente. Poderá refletir dificuldades de tesouraria, exceto se a rotação dos ativos permitir a liquidez necessária para fazer face aos *timings* de exigibilidade das dívidas de curto prazo.

Se LG= 1

o valor dos ativos correntes é igual ao passivo corrente, ou seja, a empresa cumpre a regra do equilíbrio financeiro mínimo, mas sem margem de segurança. Este equilíbrio também depende se existe um ajustamento entre a realização do ativo e os *timings* de liquidação das dívidas.

5.2 TESOURARIA

5.2.1 Equilíbrio da tesouraria

O conceito de tesouraria refere-se à capacidade de uma entidade de satisfazer os compromissos com um elevado grau de exigibilidade (pagamentos imediatos ou de curtíssimo prazo). O orçamento de tesouraria constitui um instrumento essencial para a gestão financeira a curto prazo da empresa. Permite antecipar os fluxos de tesouraria, precaver eventuais desequilíbrios e providenciar as melhores soluções, ao menor custo e sem originarem desequilíbrios futuros.

A análise da tesouraria com base no balanço funcional permite uma visão integrada da interação entre os diversos ciclos de atividade e a satisfação desses compromissos com data certa. Deste modo a tesouraria líquida resulta da diferença entre o fundo de maneio funcional e as NFM, dada pela expressão:

Tesouraria = FM – NFM

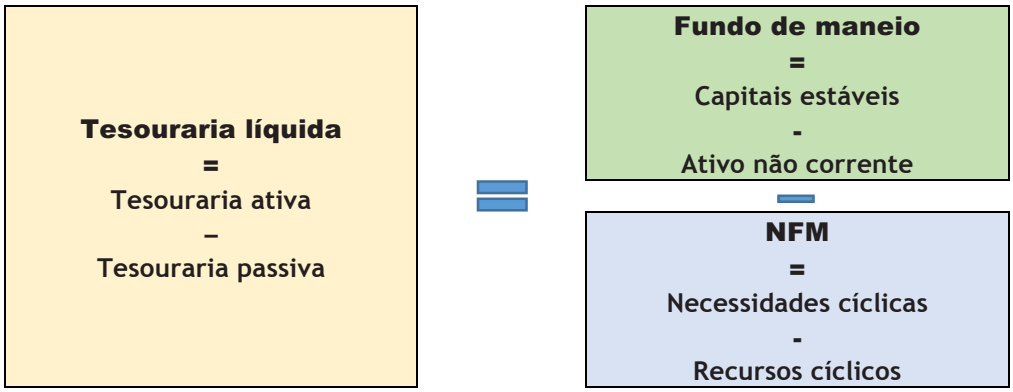
ou

Tesouraria = (Capitais estáveis – Ativo não corrente) – (Necessidades cíclicas – Recursos cíclicos)

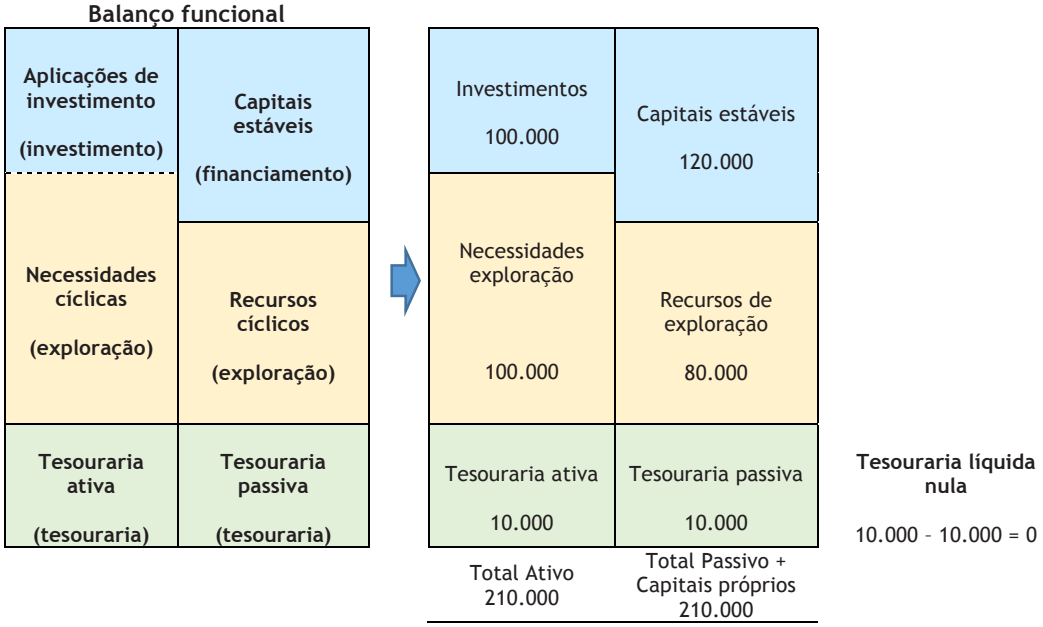
e

Tesouraria líquida (ativa ou passiva) = Tesouraria ativa – Tesouraria passiva

Figura n.º 16 – Relação entre FM, NFM e Tesouraria



Existe equilíbrio financeiro se o fundo de maneio funcional for suficiente para financiar as NFM, o que, por consequência, implica que a tesouraria líquida não seja negativa (Tesouraria ≥ 0)



- FM = 120.000 - 100.000 = 20.000
- NFM = 100.000 - 80.000 = 20.000
- Tesouraria = FM - NFM = 20.000 - 20.000 = 0

As situações deficitárias ou excedentárias de tesouraria não se identificam com a existência de insuficiências ou excessos de disponibilidades, mas com o elevado grau de exigibilidade dos passivos, assim como elevado grau de liquidez dos ativos, ou mesmo de disponibilidades.

Quando a tesouraria for negativa a empresa tem necessidades de financiamento e tem de recorrer a fundos próprios ou alheios para resolver esse desequilíbrio (não cessar pagamentos). Se este défice de tesouraria for estrutural pode ser forte indício de estar comprometida a continuidade da entidade.

Investimentos 100.000	Capitais estáveis 120.000
Necessidades exploração 100.000	Recursos de exploração 75.000
Tesouraria ativa 10.000	Tesouraria passiva 15.000
Total Ativo 210.000	Total Passivo + Capital próprio 210.000

Tesouraria líquida negativa

10.000 - 15.000 = (5.000)

- FM = 120.000 – 100.000 = 20.000
- NFM = 100.000 – 75.000 = 25.000
- Tesouraria = FM – NFM = 20.000 – 25.000 = (5.000)

As situações excedentárias podem resultar de elevados níveis anuais de autofinanciamento, de políticas de financiamento do capital circulante demasiado conservadoras ou de uma permanente preocupação pela redução do nível do fundo de maneio necessário total.

Investimentos 100.000	Capitais estáveis 120.000
Necessidades exploração 100.000	Recursos de exploração 85.000
Tesouraria ativa 10.000	Tesouraria passiva 5.000
Total Ativo 210.000	Total Passivo + Capital próprio 210.000

Tesouraria líquida positiva

15.000 - 10.000 = 5.000

- FM = 120.000 – 20.000 = 20.000
- NFM = 100.000 – 85.000 = 15.000
- Tesouraria = FM – NFM = 20.000 – 15.000 = 5.000

A análise funcional do FM pode ser substituída ou compensada pela análise de rácios que permitem determinar se existe ou não uma situação de equilíbrio. Como se observou anteriormente, o rácio de liquidez geral determina a capacidade da empresa para fazer face aos seus compromissos de curto prazo.

Para a leitura do equilíbrio de tesouraria podem ser utilizados rácios de liquidez reduzida ou rácio de tesouraria.

O rácio de liquidez reduzida é uma forma mais exigente de liquidez do que no rácio de liquidez geral porque exclui os inventários (de conversão em dinheiro menos rápida) e mede a capacidade da empresa de fazer face às suas responsabilidades de curto prazo com liquidez proveniente dos seus disponíveis ou rapidamente convertíveis.

$$\text{Liquidez reduzida} = \frac{\text{Disponibilidades} + \text{Clientes} + \text{Outros devedores}}{\text{Passivo corrente}}$$

Uma forma ainda mais exigente de analisar a capacidade de liquidação das dívidas de curto prazo, sem ter que depender da venda de existências ou de recebimentos de clientes e de outros devedores é considerando apenas os meios disponíveis:

$$\text{Liquidez imediata} = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo corrente}}$$

A interpretação destes indicadores segue a realizada para o rácio de liquidez geral, agora com um sentido mais restrito dos meios utilizados para cobrir as responsabilidades de curto prazo. Assim calculado, o rácio de liquidez com base nas disponibilidades, com valor superior a 1, significa que a empresa tem capacidade para honrar os seus compromissos financeiros de curto prazo mesmo sem estar dependente da venda de existências ou recebimentos de clientes e outros devedores.

Caso prático n.º 6

Considerando os dados dos balanços contabilístico e funcional pretende-se a caracterização da empresa quanto ao seu equilíbrio financeiro de curto prazo.

Balanço:

RUBRICAS	EMPRESA			SETOR		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
ATIVO						
Ativo não corrente						
Ativos fixos tangíveis	46.800	59.400	75.900	101.200	100.800	10.0800
	46.800	59.400	75.900	101.200	100.800	100.800
Ativo corrente						
Inventários	18.300	18.900	12.000	169.700	172.300	180.000
Clientes	66.900	67.900	68.300	158.400	160.300	165.200
Estado e outros entes públicos	8.800	7.600	5.700			
Outras contas a receber				6.500	6.200	6.800
Caixa e depósitos bancários	30.800	22.500	18.100	61.200	60.400	59.400
	124.800	**116.900**	**104.100**	**395.800**	**399.200**	**411.400**
Total do ativo	**171.600**	**176.300**	**180.000**	**497.000**	**500.000**	**512.200**
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO						
Capital próprio						
Capital subscrito	25.000	25.000	25.000			
Reservas legais	5.000	5.000	5.000			
Resultados transitados	88.000	64.100	41.200			
Resultado líquido do período	25.500	23.900	22.900			
Total do capital próprio	**143.500**	**118.000**	**94.100**	**135.900**	**137.000**	**133.300**
Passivo						
Passivo não corrente						
Financiamentos obtidos	1.500	7.300	16.400	92600	91100	87800
	1.500	**7.300**	**16.400**	**92.600**	**91.100**	**87.800**
Passivo corrente						
Fornecedores	3.200	13.100	19.300	138500	139000	151900
Estado e outros entes públicos	15.300	22.600	26.100	15.800	16.400	17.000
Financiamentos obtidos	4.900	9.300	10.500	113.800	115.800	122.000
Outras contas a pagar	3.200	6.000	13.600	400	700	200
	26.600	**51.000**	**69.500**	**268.500**	**271.900**	**291.100**
Total do Passivo	**28.100**	**58.300**	**85.900**	**361.100**	**363.000**	**378.900**
Total do capital próprio e do passivo	**171.600**	**176.300**	**180.000**	**497.000**	**500.000**	**512.200**

Rubricas	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Total Aplicação Fundos (I+II+III)	**280.800**	**264.200**	**248.000**	**646.100**	**646.800**	**655.800**
I-Investimentos	**156.000**	**147.300**	**143.900**	**250.300**	**247.600**	**244.400**
II-Necessidades cíclicas de exploração	**94.000**	**94.400**	**86.000**	**334.600**	**338.800**	**352.000**
Inventários	18.300	18.900	12.000	169.700	172.300	180.000
Clientes	66.900	67.900	68.300	158.400	160.300	165.200
Outros ativos exploração	8.800	7.600	5.700	6.500	6.200	6.800
III-Tesouraria ativa	**30.800**	**22.500**	**18.100**	**61.200**	**60.400**	**59.400**
Total Origens de Fundos (IV+V+VI)	**280.800**	**264.200**	**248.000**	**646.100**	**646.800**	**655.800**
IV-Recursos próprios e alheios estáveis	**254.200**	**213.200**	**178.500**	**377.600**	**374.900**	**364.700**
Recursos próprios	143.500	118.000	94.100	135.900	137.000	133.300
Financiamentos obtidos não correntes	1.500	7.300	16.400	92.600	91.100	87.800
Depreciações acumuladas	109.200	87.900	68.000	149.100	146.800	143.600
V-Recursos cíclicos de exploração	**21.700**	**41.700**	**59.000**	**154.700**	**156.100**	**169.100**
Fornecedores	3.200	13.100	19.300	138.500	139.000	151.900
Estado e outros públicos	15.300	22.600	26.100	15.800	16.400	17.000
Outros passivos exploração	3.200	6.000	13.600	400	700	200
VI-Tesouraria passiva	**4.900**	**9.300**	**10.500**	**113.800**	**115.800**	**122.000**
Financiamentos obtidos - correntes	4.900	9.300	10.500	113.800	115.800	122.000

Proposta de resolução

1) Cálculo e análise dos indicadores de equilíbrio funcional.

	Empresa			Setor		
Balanço funcional	**2015**	**2014**	**2013**	**2015**	**2014**	**2013**
FM	98.200	65.900	34.600	127.300	127.300	120.300
NFM	72.300	52.700	27.000	179.900	182.700	182.900
Tesouraria líquida	25.900	13.200	7.600	-52.600	-55.400	-62.600

Como se constata, quer a empresa, quer o setor apresentam FM > 0 e NFM > 0.

Contudo, enquanto a empresa apresenta uma tesouraria positiva, o setor apresenta, em média uma tesouraria negativa. Utilizando a classificação com base nas estruturas financeira típicas, verifica-se na empresa uma situação tipo I (FM > 0; NFM > 0 e Tesouraria > 0) que configura um quadro normal de equilíbrio, eventualmente com um fundo de maneio excessivo. O setor configura uma situação tipo II com FM > 0 e NFM > 0, mas com tesouraria negativa (NFM > FM), que configura uma utilização de operações de tesouraria para cobrir as necessidade de funcionamento, facto evidente face ao valor da tesouraria passiva do setor, constituída por financiamentos de curto prazo com valores significativos.

Os rácios de liquidez confirmam esse diagnóstico, através do indicador de liquidez geral > 1, reflete a existência de FM, mas a liquidez reduzida e imediata reflete no setor a fragilidade da situação.

A empresa em 2015 tem uma liquidez imediata de 1,16 o que significa ter disponibilidades superiores às exigências de curto prazo. O valor deste indicador poderá ser indício de excesso de disponibilidades que poderiam ter aplicações alternativas mais produtivas.

Rácios de liquidez	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Liquidez geral	4,69	2,29	1,50	1,47	1,47	1,41
Liquidez reduzida	4,00	1,92	1,33	0,84	0,83	0,79
Liquidez imediata	1,16	0,44	0,26	0,23	0,22	0,20

Quanto aos indicadores de atividade que influenciam as NFM constata-se comportamentos distintos entre a empresa e o setor, que podem explicar as diferenças de estruturas de financiamento.

Enquanto a empresa cobre as suas necessidades de financiamento com recurso ao FM, o setor financia-se parcialmente com o crédito de fornecedores, onde dispõe de uma diferença favorável de cerca de 30 dias, entre o prazo médio de recebimento e o de pagamento, diferença insuficiente para equilibrar a tesouraria, que se apresenta negativa num valor equivalente a 30 dias de vendas médias/diárias (2015).

A empresa apesar de não beneficiar de prazos de pagamento dilatados (paga a 16 dias em 2015 e recebe a 64 dias) tem uma rotação de *stocks* superior ao do setor o que lhe permite compensar parcialmente as necessidades cíclicas. Tem uma tesouraria positiva que corresponde, em 2015, a 24 dias de vendas médias/diárias.

Indicadores de atividade (dias de venda)	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Prazo médio de recebimentos (a)	64	69	72	91	93	90
Prazo médio de pagamentos (c)	16	34	48	119	126	124
Stocks (dias de consumo) (b)	52	52	46	179	184	175
FM (dias de venda média/dia)	93	67	36	73	73	65
NFM (dias de venda média/dia)	68	54	28	103	105	99
Tesouraria (dias de venda média/dia)	24	13	8	- 30	- 32	- 34

2) Conclusão

A empresa em análise utiliza uma política de financiamento da sua atividade numa perspetiva de segurança na satisfação dos seus compromissos através de uma componente de capitais alheios que lhe permite financiar o ativo fixo corrente, as necessidades de exploração e ainda com uma tesouraria positiva, cuja componente disponibilidades garantem, em 2015, o pagamento de todo o passivo corrente.

A tesouraria da empresa possui 30.800 em caixa e depósitos que não são necessários na totalidade para manter o normal funcionamento do ciclo de exploração pelo que poderá ser um indício de uma gestão deficiente. A reserva de segurança de tesouraria e o valor considerado aceitável para ter normalmente em saldo na conta de disponibilidades, de forma a permitir fazer face ao pagamento de pequenas despesas e pagamento de dívidas de curto prazo.

O setor também tem uma política de FM positivo, mas insuficiente para cobrir as necessidades de financiamento. O prazo médio de pagamentos sugere um elevado poder negocial das empresas junto aos fornecedores. Em contrapartida, os seus clientes também têm um prazo alargado na liquidez, mantendo-se, contudo, um diferencial positivo. Na empresa esse diferencial é negativo.

Os prazos médios de recebimento e pagamento efetivos deverão ser comparados com os negociados para determinar a natureza dos desvios.

Dívidas atrasadas (fora dos prazos normais negociados) a fornecedores que constituem elementos com elevado grau de exigibilidade, dado que representam valores a pagar imediatamente.

O setor também apresenta uma elevada imobilização em inventários (cerca de meio ano de consumo) o que penaliza em excesso as NFM e contribui significativamente para a tesouraria negativa. A política de *stocks* permite determinar o montante de referência, que tem em atenção a segurança para não haver rutura entre o consumo dos inventários e o seu aprovisionamento. A empresa deverá fazer esse controlo entre os *stocks* objetivo e os reais.

Estas duas posturas poderão refletir estratégias mais ou menos conservadoras nas políticas de financiamento, mas também um diferente poder de negociação, quer quanto aos clientes (beneficia a empresa), quer quanto aos fornecedores, que beneficia o setor em geral.

Também se constata uma diferença na eficiência da gestão dos *stocks*, com vantagem para a empresa, que desta forma minimiza a necessidade de financiamento das necessidades cíclicas.

a) Cálculo do prazo médio de recebimentos

Rubricas	Empresa			Setor		
	2015	**2014**	**2013**	**2015**	**2014**	**2013**
Clientes N-1	67.900	68.300	70.000	160.300	165.200	164.300
Clientes N	66.900	67.900	68.300	158.400	160.300	165.200
Clientes (média)	67400	68100	69150	159350	162750	164750
Vendas (c/IVA)	386.220	357.930	351.288	635.664	637.632	671.703
Prazo médio recebimentos (dias)	**64**	**69**	**72**	**91**	**93**	**90**

b) Rotação dos *stocks*

Rubricas	Empresa			Setor		
	2015	**2014**	**2013**	**2015**	**2014**	**2013**
Inventários N-1	18.900	12.000	13100	172.300	180.000	181100
Inventários N	18.300	18.900	12.000	169.700	172.300	180.000
Inventários (média)	18.600	15450	12550	171.000	176.150	180.550
Custo das Vendas	130.600	109.500	98.700	348.100	350.000	375.700
inventários (dias de consumo)	**52**	**52**	**46**	**179**	**184**	**175**

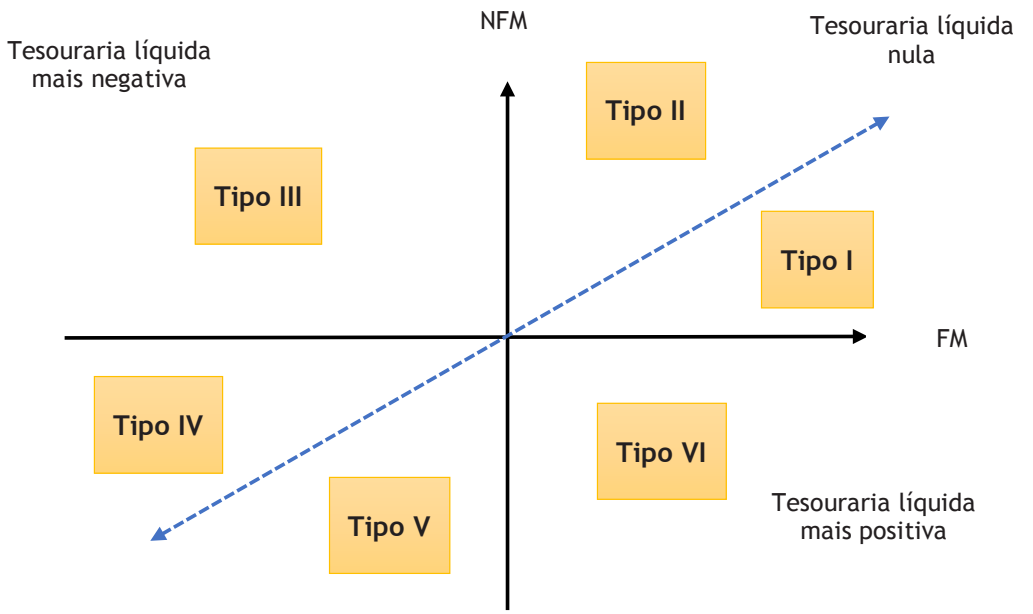
c) Cálculo do prazo médio de pagamentos (dias)

Rubricas	Empresa			Setor		
	2015	**2014**	**2013**	**2015**	**2014**	**2013**
Custo mercadoria vendida (1)	130.600	109.500	98.700	348.100	350.000	375.700
Inventários iniciais (2)	18.900	12.000	13.100	172.300	180.000	181.100
Inventários finais (3)	18.300	18.900	12.000	169.700	172.300	180.000
Compras (4=1-2+3)	130.000	116.400	97.600	345.500	342.300	374.600
Compras com IVA	159.900	143.172	120.048	424.965	421.029	460.758
Fornecimento e serviços externos (IVA)	56.211	58.671	54.489	78.474	79.335	82.533
Fornecedores N-1	13.100	19.300	20.600	139.000	151.900	158.000
Fornecedores N	3.200	13.100	19.300	138.500	139.000	151.900
Fornecedores (média)	**8.150**	**16.200**	**19.950**	**138.750**	**145.450**	**154.950**
Prazo médio pagamentos (dias)	**16**	**34**	**48**	**119**	**126**	**124**

5.2.2 Tipologias de estruturas financeiras

Associando os diversos conceitos de FM, NFM tesouraria líquida, Neves (2000) identifica seis tipos de estruturas financeiras típicas:

Figura n.º 17 – Tipologias de estruturas financeiras



Fonte: Neves (2000) Análise Financeira – Técnicas fundamentais, Texto Editora

Refere-se os traços característicos de cada tipologia referidos por Neves (2000:134):

Tipo I **FM > 0, com NFM > 0 e Tesouraria > 0**

Representa a situação considerada normal em termos de equilíbrio, com uma certa segurança, caracterizada por FM > 0; NFM > 0 e Tesouraria > 0

Tipo II **FM > 0, com NFM > 0 e Tesouraria ≅ 0**

Tem FM > 0 mas com elevadas necessidades de fundo de maneio o que conduz que parte das necessidades cíclicas de exploração são financiadas com operações de tesouraria. Apesar de ter FM positivo, apresenta desequilíbrio financeiro

Tipo III **FM < 0, com NFM > 0 e Tesouraria < 0**

Situação de desequilíbrio porque os capitais estáveis são insuficientes para financiar o ativo não corrente. A situação é tanto mais crítica quanto a tesouraria líquida for mais negativa\

Tipo IV **FM < 0, com NFM < 0 e Tesouraria < 0**

Representa situações de elevado risco pois não apresentam liquidez, nem margem de segurança.

Tipo V **FM < 0, com NFM < 0 e Tesouraria > 0**

Representa situações de risco em caso de diminuição de atividade em que não se consiga cumprir o ritmo de exigibilidade das dívidas a pagar, pois não apresenta margem de segurança (FM)

Tipo VI **FM > 0, com NFM < 0 e Tesouraria > 0**

As necessidades de fundo de maneio negativas devem-se a uma rotação elevada dos ativos correntes, mais rápida do que a exigibilidade dos passivos correntes. Pode significar um fundo de maneio excessivo.

5.3 INDICADORES DE ATIVIDADE E DE GESTÃO

A gestão de uma entidade pressupõe a recolha e análise permanente de dados relativos à forma como se está a desenvolver a sua atividade. Este processo implica a utilização regular de uma metodologia e instrumentos de avaliação, que permitam recolher dados, nomeadamente de execução física das atividades (compras, vendas, produção, comercialização, etc.), de avaliação dos resultados obtidos nas diferentes áreas, com o objetivo de detetar necessidades de correção e melhoria no desempenho.

Os indicadores de atividade devem ser os adequados para dar resposta a um conjunto de questões, designadamente:

Questões	Exemplos
Objetivos estratégicos	Crescimento, em quota de mercado, lançamento de novos produtos /novos mercados, inovação, remuneração acionista, valor de mercado da entidade, expansão da capacidade instalada, etc.
Metas previstas	Quota de mercado produto /mercado, número de patentes, resultados por ação, valor bolsista, satisfação dos clientes, etc.
Indicadores de acompanhamento	Vendas por mercado produto /mercado, patentes registadas, índices de satisfação, reclamações e devoluções, margens económicas, cotação bolsista, etc.
Resultados alcançados	Interpretação dos indicadores escolhidos tendo em consideração as metas estabelecidas. Esta análise deverá incorporar os desvios entre o previsto e o realizado, dando o grau de realização e permitindo programar medidas corretivas, se necessário.

Revisão dos objetivos ou metas	O incumprimento ou cumprimento parcial dos objetivos estratégicos e das metas pode permitir a sua reavaliação e redefinição

Considerando a multiplicidade de atividades e de processos da gestão os indicadores de atividade devem dar informação atempada para a tomada de decisão oportuna. Por exemplo, o acompanhamento permanente da mora de clientes para permitir os contactos e medidas necessárias à boa cobrança, o acompanhamento dos *stocks* para evitar aquisições daqueles que tenham menor rotação ou perigo de obsolescência, cumprimento atempado das obrigações com o Estado e outros credores, que podem implicar penalizações fiscais e outras, corte de fornecimentos ou outros efeitos adversos.

Face à multiplicidade de áreas a observar e a gerir aponta-se alguns indicadores de atividade e gestão, contudo sem a pretensão de esgotar todas as possibilidades. Alguns dos indicadores elencados já foram abordados nos pontos anteriores, outros desenvolvem-se nos pontos seguintes, pelo que não se irá desenvolver a sua análise. A escolha dos indicadores adequados resulta dos objetivos da análise, da experiência do analista e das especificidades de cada atividade e empresa, pelo que, associado a indicadores de natureza geral, deverão existir sempre indicadores que satisfaçam necessidade específicas de cada empresa.

Área	Indicadores
Comercial	• Taxa de eficiência comercial = $\frac{\text{Clientes ativos}}{\text{Carteira de clientes}}$ • Faturação média = $\frac{\text{Volume de negócios}}{\text{N.º faturas}}$ • Faturação média por vendedor = $\frac{\text{Volume de negócios}}{\text{N.º comerciais}}$ • Taxa de angariação de clientes = $\frac{\text{N.º clientes N}}{\text{N.º clientes N}-1}$ • Quota de mercado = $\frac{\text{Volume de negócios da empresa}}{\text{Volume de negócios do setor}}$ • Indicadores de satisfação do cliente (inquéritos de satisfação, lealdade, reclamações, devoluções, etc.)

Área	Indicadores
Pessoal	• Número de colaboradores • Índice de entrada, saída e de rotatividade • Absenteísmo (faltas) • Investimento em admissão, formação e despedimento • Custos com pessoal (benefícios anuais e plurianuais) • Clima organizacional
Operacionais	• Rotação e duração média dos inventários (a) • Prazos médios de recebimentos e pagamentos (a) • Rotação do ativo total = $\frac{\text{Volume de negócios}}{\text{Ativo total (médio)}}$ • Rotação do ativo corrente = $\frac{\text{Volume de negócios}}{\text{Ativo corrente (médio)}}$ • Rotação do capital próprio = $\frac{\text{Volume de negócios}}{\text{Ativo corrente (médio)}}$
Financeiros	• Fundo de maneio, NFM e tesouraria (a) • Liquidez geral e reduzida (a) • Rácio de estrutura de origens (a) • Autonomia financeira (a) • Solvabilidade (a) • Endividamento (b) • Rácio de gastos de financiamento = $\frac{\text{Gastos de financiamento}}{\text{Volume de negócios}}$
Rendibilidade	• Rendibilidade operacional e líquida das vendas (b) • Rendibilidade operacional e total do ativo (b) • Rendibilidade dos capitais próprios (b) • Efeito de alavanca financeira (b) • Modelos combinados (modelos DuPond, multiplicativo e aditivo) (b)

Área	Indicadores
Risco	• Ponto crítico das vendas (b) • Margem de segurança (b) • Grau de alavanca operacional (b) • Grau de alavanca financeira (b) • Grau de alavanca combinada (b)
Mercado	• Dividendo por ação (*payratio*) $= \frac{\text{Dividendos}}{\text{Resultados líquidos do período}}$ • Resultado ação (*earnings per share*) $= \frac{\text{Resultados líquidos do período}}{\text{N.º médio de ações em circulação}}$ • *Price earnings ratio* $= \frac{\text{Cotação ação}}{\text{Resultado ação}}$ • *Dividend Yeld* $= \frac{\text{Dividendo ação}}{\text{Cotação ação}}$ • *Market do book* $= \frac{\text{Cotação ação}}{\text{Valor contabilístico ação}}$ • *Valor contabilístico ação* $= \frac{\text{Capital próprio}}{\text{N.º ações emitidas ou em circulação}}$

Nota: a) Indicadores já apresentados; b) Indicadores a apresentar no capítulo seguinte

6. RENDIBILIDADE E RISCO DOS CAPITAIS INVESTIDOS

Como observado anteriormente, recorrendo aos fatores de sustentabilidade (Neves, 2010), a rendibilidade é o fator essencial para que uma entidade garanta a sua continuidade. Deste modo a sustentabilidade suporta-se na capacidade dos resultados obtidos com base na atividade da empresa possam assegurar a manutenção e remuneração dos capitais próprios, a remuneração e reembolso dos capitais alheios e contribuir para o financiamento dos investimentos de substituição e/ou de expansão.

Pretende-se com a análise de rendibilidade e do risco dos capitais investidos determinar em que medida os recursos postos à disposição da empresa são eficientemente utilizados.

Na análise da rendibilidade deve-se considerar os resultados associados às atividades correntes (possíveis de obter em anos subsequentes com iguais condições de produção) e os obtidos de operações extraordinárias como rendimentos obtidos da alienação de ativos ou subsídios com carácter conjuntural, assim como gastos decorrentes de rescisão de contratos, multas e penalidades, ou menos valias das alienações de ativos.

A rendibilidade depende do equilíbrio entre os recursos físicos, humanos e processuais consumidos no processo produtivo e dos rendimentos daí gerados. Em termos de análise distingue-se:

- **Rendibilidade económica** que é indiferente, de forma direta, à estrutura de capitais próprios e alheios e ao custo desses capitais
- **Rendibilidade financeira** que é influenciada diretamente pela estrutura e custo dos capitais.

O risco está associado à incerteza e ao desconhecimento de ocorrências que poderão por em causa os resultados esperados e desta forma a renegociação ou reembolso do capital investido (próprio ou alheio), sendo a regra geral que quanto maior é o risco maior a probabilidade de obter rendibilidades mais elevadas. Só que não existem certezas de tal acontecer.

Tradicionalmente subdivide-se o risco em duas componentes:

- o **risco específico**, associado à entidade e/ou ao setor e onde existe um grau de intervenção das entidades no sentido da sua minimização
- o **risco sistémico** ou de mercado que respeita à incerteza sobre fatores não controlados, como a inflação, políticas cambiais e orçamentais, etc.

A análise de alguns fatores poderá alertar para situações de risco atual ou potencial, permitindo reduzir o grau de incerteza quanto à sua ocorrência.

6.1 ESTRUTURAS DE GASTOS E RENDIMENTOS

A análise da estrutura de gastos permite identificar quais as componentes que mais contribuem para o gasto total dos produtos/serviços e analisar a sua adequação e de uma forma comparada, a sua evolução e a aproximação ou não aos indicadores do setor ou das empresas diretamente concorrentes.

Esta análise permite apreciar dos fatores que afetam a rendibilidade e alterações significativas, centrando-se na DR por naturezas corrigida. Esta demonstração diferencia-se da DR contabilística pela separação dos valores associados a atividades de exploração (gastos ou rendimentos de funcionamento), rendimentos e gastos associados a atividades de investimento ou financiamento.

Nesta análise pode contribuir de forma significativa, como complemento da DR por naturezas, a DR por funções, esta suportada numa contabilidade de gestão que identifica não só os centros de custo (ou atividades conforme o modelo utilizado) como os gastos variáveis e fixos e respetivas bases de imputação. A contabilidade de gestão

fornece informações importantes pelo que auxiliam na tomada de decisões para otimização de processos produtivos.

A análise da estrutura de gastos geral deve ser complementada com o estudo pelas principais atividades/produtos e através de indicadores que facilitem a sua interpretação.

Como instrumento de análise comparada dos gastos operacionais e rendimentos poderão ser preparados mapas, como os seguintes:

Gastos operacionais	**N**		**N-1**		**N-2**	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
CMVMC						
Fornecimentos e serviços externos						
Gastos com o pessoal						
Imparidades de clientes						
Imparidades de inventários						
Depreciações e amortização						
Outros gastos e perdas operacionais						
Total gastos operacionais	**Σ**	**1**	**Σ**	**1**	**Σ**	**1**

Na análise das rubricas dos gastos operacionais deverão ser identificadas alterações significativas como por exemplo no CMVMC que podem ter origem nas quantidades vendidas ou nos custos de aquisição.

Tendo como base a DR por funções, também deve ser identificado a evolução dos custos de produção que poderão ter diversas origens nos diversos fatores de produção. O aumento pode ter sido causado por acréscimos nos gastos com o pessoal, por aumento do número de colaboradores, por aumento do nível de atividade da empresa, ou por aumento dos ordenados ou pela variação do custo das MP ou de outros fatores.

Rendimentos de exploração	**N**		**N-1**		**N-2**	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Vendas de mercadorias e produtos						
Prestação de serviços						
Subsídios à exploração						
Variação nos inventários da produção						
Outros rendimentos de exploração						
Total rendimentos operacionais	**Σ**	**1**	**Σ**	**1**	**Σ**	**1**

Paralelamente deve-se analisar a contribuição das componentes não operacionais para a formação do resultado:

Resultados extra exploração	**N**	**N-1**	**N-2**
Outros rendimentos			
Outros gastos			
Resultados extra exploração	**Σ**	**Σ**	**Σ**
Gastos de financiamento líquidos			

Assim como a composição dos resultados líquidos:

Resultados	**N**		**N-1**		**N-2**	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Resultados operacionais						
Resultados extra exploração						
Resultados financeiros						
Resultados antes de impostos						
Resultados líquidos	**Σ**	**1**	**Σ**	**1**	**Σ**	**1**

A análise das demonstrações deverá ser complementada com indicadores relacionados com os rendimentos e os gastos. Identificam-se alguns desses indicadores:

- **Volume de vendas a preços constantes**

$$\text{Vendas (preços constantes)} = \frac{\text{Volume de vendas}}{1 + \text{tx inflação}}$$

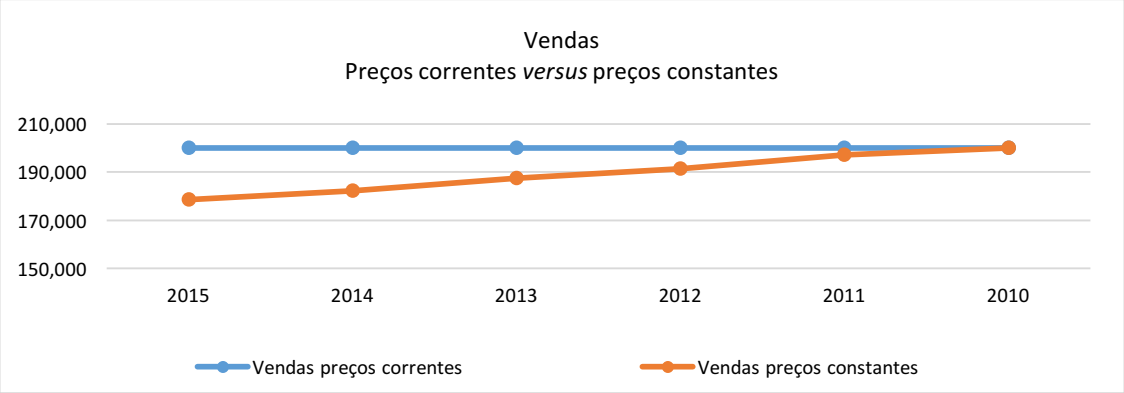
Através deste indicador deve-se evidenciar, quer as sazonalidades, quer o crescimento da mesma, através do aumento de atividade, se possível, numa base comparada com as vendas do setor ou de empresas concorrentes.

A sua leitura deverá assim ser sempre efetuada de forma comparativa e em preços constantes para retirar o efeito do aumento de preços por ajustamento à inflação, quer com iguais períodos dos anos anteriores (crescimento), quer entre os diversos trimestres (sazonalidade).

<u>**Exemplo**</u>

Considere que a empresa Alfa apresentou nos últimos cinco anos um volume de negócios constante de 200.000 €. Durante esse período verificaram-se as seguintes taxas de inflação:

Anos	2015	2014	2013	2012	2011	2010
TX inflação	2%	3%	2%	3%	2%	2%
Vendas preços correntes	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
Vendas preços contantes (2010)	178.521	182.091	187.554	191.305	197.044	200.000
Crescimento das vendas						
Preços correntes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Preços constantes	-0,02	-0,03	-0,02	-0,03	-0,01	



Conforme se constata, a um volume de negócios com valor constante, a preços correntes, corresponde a um decréscimo de volume de negócios efetivo associado à taxa de inflação.

- **Margem Bruta ou de Contribuição**

$$\mathbf{MB}\ (\text{valor}) = \text{Vendas} - \text{Gastos variáveis}$$

ou

$$\mathbf{MB}\ (\%) = \frac{\text{Gastos variáveis}}{\text{Vendas}}$$

Representa o excedente das vendas sobre os gastos variáveis, sendo também vulgarmente apresentado sob a forma percentual. O termo Margem de Contribuição é usado quando nos referimos a todo volume de vendas. Quando se refere a margem de uma unidade do produto, o termo utilizado é Margem de Contribuição Unitária.

A MB representa a margem dos produtos vendidos que contribuirá para a empresa cobrir todos os seus gastos fixos, denominados de estrutura/suporte.

No cálculo a partir da DR, e no caso das empresas comerciais, este rácio geralmente apenas inclui o custo das mercadorias vendidas, como gasto variável. Em atividades de produção o cálculo deste indicador é mais complexo e carece de informação analítica adequada.

- **Coeficiente de não absorção (α)**

Coeficiente de não absorção corresponde à parte do preço de venda disponível para cobrir os gastos fixos, ou seja, a parte do preço de venda após cobertura dos gastos variáveis. Pode-se deduzir a partir do conceito de MB.

Considerando:

- **Vendas** = Preço unitário de venda (PVu) x quantidade (Q)
- **Gastos variáveis unitários = GVu**

MB = Q x PVu – Qx GVu) ou Q (PVu-GVu)

e

Resultado operacional = MB – Gastos fixos

Se designarmos por α o coeficiente de não absorção do preço de venda unitário pelo gasto variável unitário, obtemos a seguinte expressão:

$$\alpha = 1 - \frac{GVu}{PVu}$$

Pelo que a MB ⇨ MB = α x Vendas

e o α pode ser obtida pela expressão:

$$\alpha = \frac{MB}{Vendas}$$

Exemplo

Considere os seguintes dados das empresas A e B, que apresentam o mesmo montante de vendas e resultado operacional:

Rubricas	Empresa A	Empresa B
Vendas	200.000	200.000
CMVMC	50.000	80.000
Outros gastos variáveis	30.000	20.000
Total gastos variáveis	80.000	100.000
% gastos variáveis / Vendas	**40%**	**50%**
Margem bruta	120.000	100.000
Gastos fixos	40.000	20.000
Resultado operacional	80.000	80.000
Coeficiente de não absorção	**0,6**	**0,5**

Apesar de ambas as empresas apresentarem vendas e resultados operacionais iguais, a sua estrutura de gastos apresenta diferenças significativas.

Os gastos variáveis da empresa A representam (consomem) 40% do preço de venda, enquanto da empresa B, estes gastos representam 50%.

O coeficiente de não absorção é o complementar destes valores (60% na empresa A = 1 – 0,4) e 50% na Empresa B (1 – 0,5). Em termos comparativos a empresa A está em vantagem para fazer face tais gastos de estrutura.

- **Valor acrescentado bruto (VAB)**

Este indicador mede a contribuição de cada empresa para a riqueza do país, isto é, aquilo que ela criou através da sua atividade produtiva. Pode-se calcular de acordo com a ótica da produção ou do rendimento, conduzindo ambas as formas a igual resultado.

- Cálculo do VAB ótica da produção:

PRODUÇÃO	CONSUMOS INTERMÉDIOS
• Volume de Negócios (Vendas e prestação de serviços) • Variação nos inventários da produção • Trabalhos para a própria entidade • Outros rendimentos operacionais • Subsídios à exploração	• CMVMC • Fornecimentos e serviços externos • Impostos indiretos • Outros gastos operacionais

O **VAB** calculado a partir da **produção** tem como componente positiva as vendas e restantes rendimentos, deduzindo tudo o que não é riqueza criada pela própria empresa, ou seja, os consumos que têm que ser adquiridos no exterior (mercadorias e matérias, fornecimentos e serviços externos, entre outros suportados pela empresa).

A segunda versão – ótica do **rendimento** - mede o VAB através do somatório de todos os montantes que são distribuídos pela empresa via salários, encargos financeiros, impostos e lucros como remuneração dos intervenientes no processo produtivo.

- Cálculo do VAB ótica do rendimento:

Rubricas
• Gastos com o pessoal • Gastos/reversões depreciação/amortização e imparidades • Juros e gastos similares suportados • Impostos diretos • Imposto sobre o rendimento do período • Resultado líquido do período
VAB

- **Taxa do Valor Acrescentado Bruto**

$$\text{Taxa do VAB} = \frac{\text{VAB}}{\text{Produção}}$$

Rácio com especial importância em atividades cujo ciclo de exploração envolve um processo de fabrico (transformação), permitindo avaliar a operacionalidade dos fatores de produção e a eficácia da organização interna da empresa.

O VAB também é um indicador de produtividade dos meios utilizados, quer equipamentos, quer humanos.

A produtividade do equipamento mede a contribuição do ativo total ou de exploração e depende da sua utilização mais ou menos intensiva e o seu grau de modernização.

- **Produtividade do ativo**

$$\text{Produtividade do ativo} = \frac{\text{VAB}}{\text{Ativo fixo}}$$

A produtividade do trabalho mede a contribuição produtiva do fator trabalho. Esta produtividade depende de vários fatores designadamente a qualificação, adaptação às tarefas executadas, número de horas de trabalho. Este indicador é normalmente menor nas empresas que utilizam técnicas de produção menos evoluídas.

- **Produtividade do trabalho**

$$\text{Produtividade do trabalho} = \frac{\text{VAB}}{\text{N.º trabalhadores}}$$

Outro indicador económico é o que resulta da eficiência dos ativos, relacionados com o seu volume de negócios.

- **Rotação do ativo**

$$\text{Rotação do ativo económico} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo exploração}}$$

Este indicador mede o grau de utilização dos ativos de exploração pelo que devem ser excluídos os ativos financeiros. Se:

- Rotação do ativo = 1, significa que as vendas correspondem ao ativo afeto à atividade, ou seja, um ano de vendas cobre o valor do ativo líquido.

Este rácio tem significado essencialmente quando comparado com o do setor.

- Rotação do ativo da empresa > rotação do ativo no setor, significa que existe uma sobre utilização dos recursos (maior eficiência)

- Rotação do ativo da empresa < rotação do ativo no setor, representa uma subutilização. Evidencia o número de anos de vendas necessários para cobrir o investimento total.

Exemplo

Considere que os seguintes dados das empresas A e B, que apresentam o mesmo montante de vendas e de ativo total.

Rubricas	Empresa A	Empresa B
Vendas	200.000	200.000
Ativo não corrente	200.000	200.000
Investimentos financeiros	50.000	
Ativo corrente	30.000	30.000
Ativo total	**230.000**	**230.000**
Rotação ativo	0,87	0,87
Rotação ativo	**1,11**	**0,87**

Neste exemplo destaca-se a base do cálculo da rotação do ativo. Comparando duas entidades com o mesmo montante de investimento, elas distinguem-se pelo facto da empresa A deter um investimento financeiro de natureza não operacional.

O indicador de rotação do ativo é igual entre as empresas quando se considera todo o ativo, mas é superior na empresa A, quando se considera apenas o ativo de exploração, facto que alerta, para efeitos de comparabilidade, informar sobre a base do cálculo utilizada no indicador.

===//===

Associados à aquisição e manutenção do ativo não corrente (bens de capital) existe o indicador CAPEX (*capital expenditure*) e à sua manutenção o OPEX (*operational expenditure)*.

CAPEX é um indicador associado ao investimento realizado em bens de capital (aquisição ou melhorias) e designa o montante de dinheiro despendido em investimentos realizados em equipamentos e instalações de forma a manter a produção de um produto ou serviço ou manter em funcionamento um negócio ou um determinado sistema.

O OPEX refere-se ao custo associado à manutenção dos equipamentos e aos gastos de consumíveis e outras despesas operacionais, necessários à produção e à manutenção em funcionamento do negócio ou sistema.

Caso prático n.º 7

Considere os seguintes elementos da DR relativos à empresa e à média do setor. Pretende-se que proceda à sua análise sabendo que, para efeitos de implicação:

- os outros rendimentos e gastos são, em parte significativa, associadas a atividades extraexploração.
- O custo das matérias primas consumidas e das mercadorias vendidas é o único gasto variável significativo, pelo que, por questões de materialidade, pode-se ignorar os restantes.

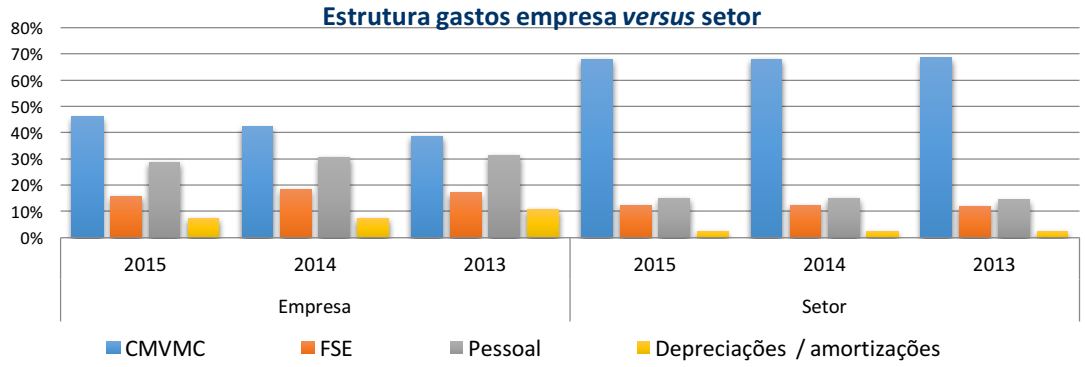
Os dados de balanço necessários ao cálculo dos indicadores são os apresentados no caso prático n.º 3.

RENDIMENTOS E GASTOS	EMPRESA			SETOR		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Vendas e serviços prestados	314 000	291 000	285 600	516 800	518 400	546 100
CMVMC	-130 600	-109 500	-98 700	-348 100	-350 000	-375 700
Fornecimentos e serviços externos	-45 700	-47 700	-44 300	-63 800	-64 500	-67 100
Gastos com o pessoal	-81 800	-79 700	-80 400	-77 600	-78 300	-80 200
Imparidade de dívidas a receber				-3 200	-3 000	-2 600
Outros rendimentos	4 900	4 400	8 100	14 200	14 400	15 700
Outros gastos	-2 200	-1 200	-3 100	-9 300	-8 600	-9 600
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	58 600	57 300	67 200	29 000	28 400	26 600
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-21 300	-19 900	-28 300	-12 800	-13 000	-13 600
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	37 300	37 400	38 900	16 200	15 400	13 000
Juros e gastos similares suportados	-200	-1 200	-2 400	-6 400	-6 100	-8 400
Resultado antes impostos	37 100	36 200	36 500	9 800	9 300	4 600
Imposto sobre o rendimento do período	-11 600	-12 300	-13 600	-4 500	-4 300	-4 000
Resultado líquido do período	**25 500**	**23 900**	**22 900**	**5 300**	**5 000**	**600**

Proposta de resolução

1) Estrutura de gastos operacionais

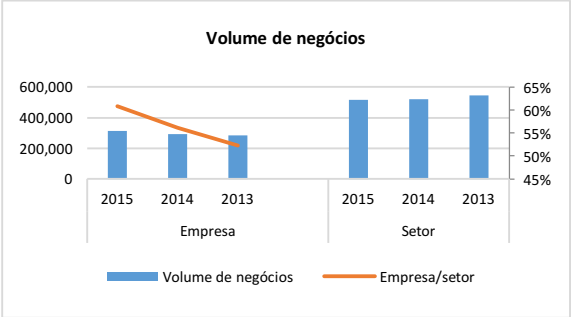
	EMPRESA						SETOR		
Rubricas	**2015**		**2014**		**2013**		**2015**	**2014**	**2013**
CMVMC	130.600	**47%**	109.500	**43%**	98.700	**39%**	**69%**	**69%**	**70%**
Fornecimentos e serviços externos	45.700	16%	47.700	19%	44.300	18%	13%	13%	12%
Pessoal	81.800	29%	79.700	31%	80.400	32%	15%	15%	15%
Imparidade (clientes)	---		---		---		0%	1%	0%
Depreciações/amortizações	21.300	8%	19.900	8%	28.300	11%	3%	3%	3%
Total gastos operacionais	**279.400**	**100%**	**256.800**	**100%**	**251.700**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

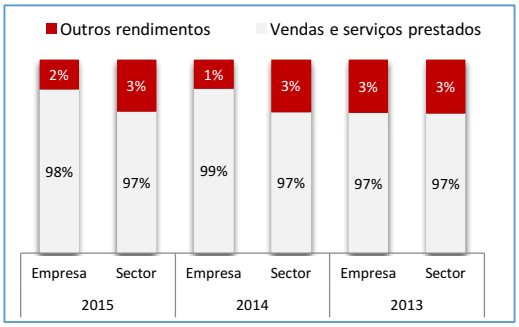


Na estrutura de gastos operacionais são o CMVMC a componente mais significativa (47% em 20015; 39% em 2013) e que, em termos relativos, aumenta a sua contribuição para estes gastos. No setor, o CMVMC tem um peso superior (cerca de 70%) com tendência constante. O pessoal representa na empresa cerca de 30% dos gastos, enquanto no setor, é cerca de metade (15%).

A empresa e o setor apresentam diferenças significativas na sua estrutura de gastos, principalmente na componente variável CMVMC, onde aparenta ter margens brutas superiores, tendo em contrapartida, gastos com pessoal mais significativos.

2) Estrutura de rendimentos





O volume de vendas da empresa representa cerca de 60% do volume médio do setor (dimensão abaixo da média do setor), mas com uma tendência crescente (em 2013 era de 52%) revelando grande dinamismo. A taxa de crescimento das vendas é significativa

no ano de 2014/15 (7,9%), que parece contrariar uma tendência do setor (crescimento nulo em 2014/15 e negativo no ano anterior).

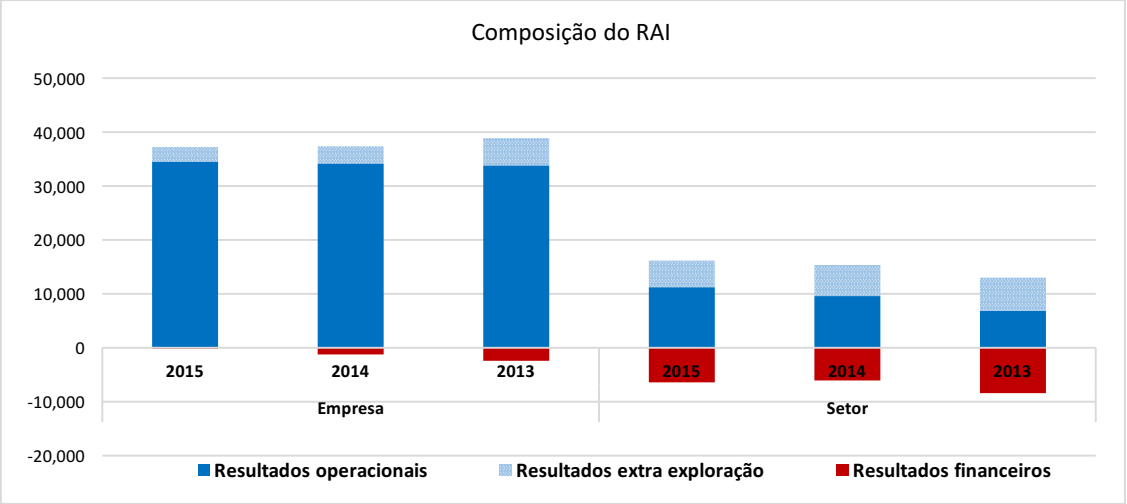
Taxa crescimento das vendas

Período	2015/2014	2014/2013
Empresa	7,9%	1,9%
Setor	0%	-5%

A caracterização da posição competitiva da empresa deve ser apoiada em instrumentos de análise estratégica, nomeadamente a análise das principais perspetivas de evolução do mercado em que a empresa atua, designadamente os fatores provenientes do mercado e do meio envolvente assim como os aspetos internos que diferenciam a empresa ou o(s) produto(s) dos seus concorrentes.

3) Composição dos resultados líquidos

Resultados	EMPRESA						SETOR					
	2015		2014		2013		2015		2014		2013	
Operacionais	34.600	93%	34.200	94%	33.900	93%	11.300	115%	9.600	103%	6.900	150%
Extra exploração	2.700	7%	3.200	9%	5.000	14%	4.900	50%	5.800	62%	6.100	133%
Financeiros	-200	-1%	-1.200	-3%	-2.400	-7%	-6.400	-65%	-6.100	-66%	-8.400	-183%
Antes impostos	**37.100**	100%	**36.200**	100%	**36.500**	100%	**9.800**	100%	**9.300**	100%	**4.600**	100%
Resultados líquidos	**25.500**		**23.900**		**22.900**		**5.300**		**5.000**		**600**	
Variação RL	7%				4%		6%				733%	



Os resultados antes de impostos da empresa são influenciados na ordem dos 94% pelos resultados operacionais, um peso entre os 5% (2015) e os 14% positivos (2013) dos resultados extra operação e a componente custo do financiamento (negativa) na ordem dos 1% (2015) aos 7% (2013), refletindo a política da amortização e não renovação do seu financiamento bancário, de curto e médio longo prazo. A evolução dos RL da empresa acompanha o crescimento do volume de vendas.

O setor, comparativamente, apresenta uma estrutura de resultados onde os resultados extraexploração e os financeiros tem um peso significativo nessa estrutura. Os encargos financeiros refletem a opção do financiamento das necessidades cíclicas com empréstimos de curto prazo, facto que se reflete na composição dos resultados.

4) Outros indicadores

Rúbricas	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Vendas e serviços prestados (1)	**314.000**	**291.000**	**285.600**	**516.800**	**518.400**	**546.100**
CMVMC (2)	-130.600	-109.500	-98.700	-348.100	-350.000	-375.700
Fornecimentos e serviços externos (3)	-45.700	-47.700	-44.300	-63.800	-64.500	-67.100
Outros rendimentos (4)	4.900	4.400	8.100	14.200	14.400	15.700
Outros gastos (5)	-2.200	-1.200	-3.100	-9.300	-8.600	-9.600
VAB (6) = (1)-(2)-(3)+(4)-(5)	**140.400**	**137.000**	**147.600**	**109.800**	**109.700**	**109.400**
Variação do VAB	2%	-7%		0%	0%	
VAB / Produção	45%	47%	52%	21%	21%	20%
MB (1-2)	183.400	181.500	186.900	168.700	168.400	170.400
MB / Vendas (α)	58%	62%	65%	33%	32%	31%
Rotação ativo[7]	1,8	1,7	1,6	1,0	1,0	1,1

A empresa tem uma MB que, em valor e em termos médios, manteve-se na ordem dos 184.000, contudo com uma alteração significativa, em termos percentuais, o que significa que os recursos provindos das vendas, após cobertura dos gastos variáveis libertam de ano para ano menos recursos, para cobrir os restantes.

Estes resultados mostram um aumento do peso do CMVMC, eventualmente por aumentos no custo de aquisição das mercadorias ou dos outros fatores de produção variáveis. Contudo, comparando com a média do setor, verifica-se que o coeficiente de não absorção representa cerca de 1/3 das vendas (cerca de metade dos valores da empresa). Caso se tratem de produtos comparáveis (em termos específicos e de mercado), a empresa apresenta uma vantagem competitiva, pelo que enfrenta um desafio na sua manutenção ou aprofundamento.

Face ao setor a empresa apresenta uma maior eficiência na utilização do ativo total. No ano de 2015 as vendas representam 180% do valor do ativo total (rotação de 1,8), enquanto no setor as suas vendas anuais correspondem ao seu investimento total (rotação de 1).

A contribuição da empresa para a economia foi, em média, de 140.000, enquanto no setor se situa na ordem dos 109.000.

[7] Vendas/ativo fixo tangível

5) Conclusão

A empresa apresenta vários aspetos que demonstram que a sua situação económica é equilibrada, assente nalguns pontos fortes face ao setor, designadamente:

- Crescimento do volume de vendas acima do setor
- Uma estrutura de gastos operacionais que permitem obter um resultado operacional sempre positivo e crescente
- Uma margem não absorção cerca do dobro do setor
- Eficiente rotação do ativo (superior ao do setor em 80%)
- Gastos financeiros pouco significativos

Apresenta, contudo, alguns aspetos que deverão ser analisados, que poderão ser problemáticos no futuro, designadamente:

- Decrescimento ou crescimento nulo das vendas no setor que pode condicionar as estratégias de desenvolvimento da empresa

6.2 RENDIBILIDADE ECONÓMICA

A análise da rendibilidade económica pretende determinar se uma empresa é rentável e em que medida utiliza de forma eficiente os seus recursos. Deve ser analisada na perspetiva da rendibilidade, do risco económico e da sua viabilidade futura.

6.2.1 Rendibilidade económica

O estudo da rendibilidade permite avaliar se os resultados obtidos estão adequados aos recursos utilizados (relativização dos resultados em função dos recursos utilizados) e a capacidade da empresa para gerar resultados. Tem por base a DR e o balanço, na componente dos ativos afetos à exploração.

A análise da DR permite observar a estrutura de rendimentos e de gastos e conhecer a evolução do peso percentual de cada uma das rubricas (tais como os consumos, os fornecimentos e serviços externos ou os gastos com o pessoal) no volume de negócios da empresa (tema abordado no ponto anterior).

Neste ponto, a análise da rendibilidade será baseada em rácios do período e de períodos sucessivos, como complemento da análise da estrutura de gastos e

rendimentos. Estes rácios correspondem, genericamente a uma relação entre resultados e meios utilizados: $\frac{\text{Resultados}}{\text{Meios utilizados}}$

Os resultados utilizados nestes indicadores são geralmente o resultado operacional ou os RL, podendo ser utilizados outros de acordo com a necessidade do analista.

A rendibilidade do ativo é utilizada quando se pretende isolar a noção de eficiência das políticas financeiras adotadas pela empresa e que estão presentes no rácio de rendibilidade financeira. Avalia a totalidade dos capitais afetos à empresa, independentemente da sua origem. Um dos indicadores comuns na análise da rendibilidade económica corresponde à comparação do RAJI[8] com o ativo total.

$$\text{Rentabilidade económica do ativo} = \frac{\text{RAJI}}{\text{Ativo total}}$$

Esta rendibilidade considera os resultados antes das componentes juros e impostos e estabelece uma base de retorno de todos os capitais investidos, independentemente de serem próprios ou alheios. Este rácio, quando comparado com o custo do capital alheio permite verificar de que forma o endividamento influência a rendibilidade dos capitais próprios.

Dado que o RAJI inclui, quer os resultados de exploração, quer de extraexploração, pode-se elaborar um indicador que associe apenas a componente de exploração:

$$\text{Rentabilidade económica do ativo de exploração} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Ativo exploração}}$$

Ainda no que concerne à rendibilidade económica, pode-se analisar a rentabilidade das vendas, quer em função de indicadores de atividade, quer de estrutura. Nesta análise o denominador é o volume de negócios, que compara com diversos tipos de resultados:

- $\text{Índice da margem contribuição} = \frac{\text{Margem Bruta}}{\text{Vendas}}$
- $\text{Rendibilidade líquida das vendas} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}$
- $\text{Rendibilidade operacional das vendas} = \frac{\text{Resultados operacionais}}{\text{Vendas}}$

Os rácios de rotação indicam o grau de utilização dos ativos e podem indiciar o nível de funcionamento. Se este indicador for elevado pode significar que se está no limiar

[8] Na sigla inglesa EBIT.

da capacidade instalada, quando de valor reduzido traduz um insuficiente aproveitamento dos mesmos.

- Rotação do ativo $= \frac{\text{Vendas}}{Ativo}$

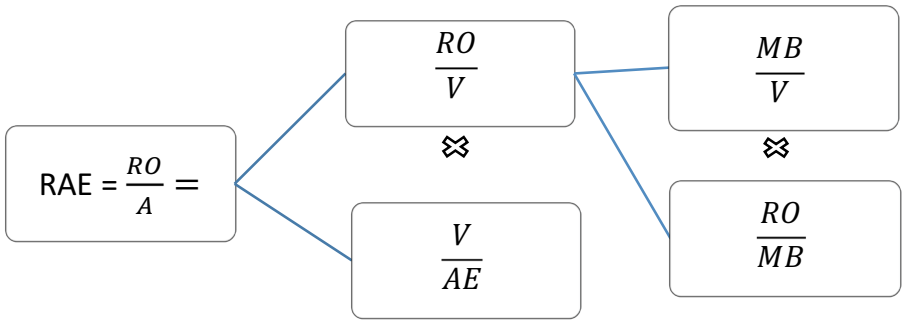
A rentabilidade do ativo de exploração (RAE) ou rentabilidade operacional do ativo poderá ser explicada através de um modelo multiplicativo onde se considera os efeitos da rendibilidade bruta das vendas ($\frac{\text{MB}}{\text{V}}$), o efeito dos gastos fixos ($\frac{\text{RO}}{\text{MB}}$) e rotação do ativo de exploração ($\frac{\text{V}}{\text{A}}$) e é dada pela seguinte expressão:

$$\text{RAE} = \frac{\text{RO}}{\text{A}} = \frac{\text{MB}}{\text{V}} \text{ x } \frac{\text{RO}}{\text{MB}} \text{ x } \frac{\text{V}}{\text{A}}$$

Em que:

- A = Ativo
- MB = Margem bruta
- RO = Resultado operacional
- V = Vendas

Que resulta da decomposição dos diversos indicadores:



Em que:

- A = Ativo
- AE = Ativo de exploração = Ativo não corrente exploração + ativo corrente exploração
- MB = Margem bruta
- RAE = Rentabilidade do ativo de exploração
- RO = Resultado operacional
- V = Vendas

Nota: esta decomposição do RAE é obtida da seguinte forma:

(1) $\frac{\mathrm{RO}}{\mathrm{A}}\ x\ \frac{V}{V} = \frac{V}{A}\ x\ \frac{RO}{V}$

(2) $\frac{\mathrm{RO}}{\mathrm{V}}\ x\ \frac{MB}{MB} = \frac{MB}{V}\ x\ \frac{RO}{MB}$

Desta forma demonstra-se que a rendibilidade económica é igual ao produto de:

- Margem Bruta, índice de contribuição = $\frac{MB}{V}$
- Rotação do ativo = $\frac{V}{A}$
- Efeito dos gastos fixos = $\frac{RO}{MB}$

Exemplo

Considere que os seguintes dados das empresas A B e C, que apresentam o mesmo montante de vendas e de resultado operacional.

Rubricas	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Vendas	200.000	200.000	200.000
CMVMC	50.000	60.000	70,000
Ouros gastos variáveis	30.000	30.000	30,000
Margem bruta	**120.000**	**110.000**	**100.000**
Gastos fixos	40.000	30.000	20.000
Resultado operacional	**80.000**	**80.000**	**80.000**
Ativo de exploração	*200.000*	*210.000*	*220.000*
Rentabilidade ativo exploração	**0,40**	**0,38**	**0,36**
Rotação do ativo (a)	1,00	0,95	0,91
MB / Vendas (b)	0,60	0,55	0,50
Resultado operacional / MB (c)	0,67	0,73	0,80
a x b x c	0,40	0,38	0,36

Como se constata, as 3 empresas apresentam um indicador de rendibilidade do ativo de exploração diferente apesar de apresentarem o mesmo resultado operacional. A diferença justifica-se pelo montante de investimento que é menor na empresa A (200.000) com maior taxa de rendibilidade (40%) e maior na empresa C (220.000), com menor taxa de rendibilidade.

Essas diferenças são justificadas especialmente pela rotação do ativo e pela estrutura dos gastos que determinam a rentabilidade operacional das vendas, designadamente o coeficiente de não absorção que é superior na empresa A, permitindo-lhe maior folga na cobertura dos gastos fixos de estrutura.

6.2.2 Risco económico

O risco económico ou risco de negócio resulta na incerteza quanto aos resultados futuros, no pressuposto de que a empresa se financia apenas com capitais próprios, não considerando desta forma o risco financeiro. Este risco resulta de um conjunto alargado de fatores, designadamente da procura, volatilidade de preços de venda e dos fatores de produção, da estrutura de gastos, entre outros aspetos designadamente humanos, tecnológicos, etc.

Na estrutura de gastos é sensível a proporção dos gastos fixos, na medida em que, quanto maior forem, maior será o risco operacional, dado que quanto maiores forem os gastos fixos, maior o volume de atividade para que estes sejam cobertos pelos rendimentos libertos pelas vendas, deduzidas dos gastos variáveis (MB). Desta forma, a sensibilidade dos resultados operacionais a uma variação das vendas será tanto maior, quanto maior for a proporção dos gastos fixos no total de gastos da empresa, e maior será o risco operacional da empresa.

Veja-se a título de exemplo o seguinte caso:

- Empresa A: MB unitária = 1; Gastos fixos = 20
- Empresa B: MB unitária = 1; Gastos fixos = 30

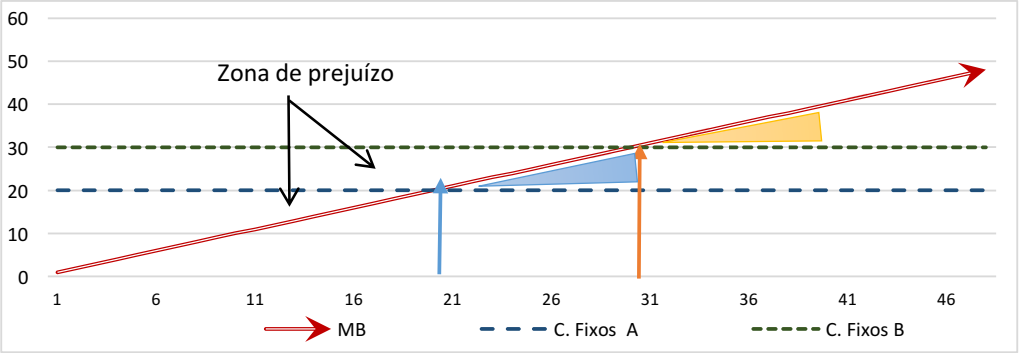
Para que o resultado operacional = 0 (ponto crítico ou ponto morto económico)

⇨ MB = Gastos fixos

- Empresa A:
  - MB = 1 x 20 unidades = 20 MB
  - Gastos fixos = 20
  - Resultado operacional = 0
- Empresa B:
  - MB = 1 x 30 unidades = 30 MB
  - Gastos fixos = 30
  - Resultado operacional = 0

Como se observa, para que a empresa B atinja um resultado operacional = 0, tem que vender 30 unidades, enquanto a empresa A, consegue esse equilíbrio com o volume de atividade inferior (20 unidades).

Figura n.º 18 – Risco económico



O ponto de equilíbrio da atividade que permite cobrir a totalidade dos gastos (fixos e variáveis) denomina-se de Ponto Critico ou Ponto Morto Economico e que corresponde ao volume ou valor de atividade em que a empresa não tem lucro nem prejuízo de exploração, ou seja, o nível de atividade para o qual a empresa apresenta resultado de exploração nulo.

Esta análise é baseada na teoria do Custo-Volume-Resultado (CVR), a qual relaciona o nível de atividade (volume de negócios) com os gastos fixos (estáveis ao longo do tempo e independentes do volume de negócios) e variáveis (proporcionais ao nível de atividade). A sua aplicação necessita de uma DR desagregada em gastos de exploração variáveis e fixos, para a qual se apresenta um exemplo:

Rubricas		Valores	%
1	Vendas líquidas	200.000	100
2	Gastos variáveis totais[9]	40.000	20
3 = 1-2	**Margem bruta**	**160.000**	**80**
4	Gastos fixos totais	100,000	50
5 = 3 - 4	**Resultado de exploração**	**60.000**	**30**

Nota: baseado em Menezes (1995)

Apesar das limitações apontadas a este método, ao nível do risco do negócio é importante a determinação e análise do ponto crítico e da margem de segurança.

Esta teoria assume um conjunto de pressupostos, nem sempre verificáveis, designadamente:

- estabilidade dos preços unitários de venda
- não existência de inventários de produção (ou seja, produção = vendas).
- é possível classificar os gastos em fixos e variáveis e a sua relação direta com o nível de atividade

[9] Incluindo os custos financeiros de financiamento, quando reconhecidos em resultados (gasto).

- a estabilidade dos gastos fixos ao longo do tempo, independentemente do nível de atividade
- a proporcionalidade dos gastos variáveis ao nível de atividade
- a produção reduz-se a um único produto ou a vários produtos que variam em proporções constantes em relação a atividade.

Em termos analÍticos, o ponto crítico (*Break Even Point*) pode ser obtido, quer em volume de atividade (quantidades), quer em valor de vendas. Quanto maior, mais elevado o risco económico.

A obtenção do indicador do ponto crítico das vendas parte da igualdade:

- Resultado operacional = 0
- Resultado operacional = Vendas (V) – Gastos Variáveis (GV) – Gastos Fixos (GF)
- Em termos unitários:
    - Resultado operacional = Quantidade (Q) x Preço venda unitário (PVu) – Q x GVu – GF
- Subsituindo e como Resultado operacional = 0 = Q (PVu-GVu) - GF
- por isso a quantidade (Q) do ponto crítico das vendas é obtido através da seguinte fórmula:

$$\text{Ponto crítico (Q)} = \frac{\text{Gastos fixos}}{\text{PVu} - \text{GVu}}$$

- Margem bruta unitária (MBu) = = PVu – Gvu

representa a margem bruta ou de absorção unitária. Quanto maior for a margem de absorção, menos quantidades são necessárias para atingir o ponto crítico.

A obtenção do indicador do **ponto crítico** em valor é dada pelas expressões:

- $\text{Ponto crítico (valor)} = \frac{\text{GF}}{\left(\frac{PVu-GVu}{PVu}\right)} = \frac{\text{GF}}{\left(1-\frac{GVu}{PVu}\right)}$

  ou
- $\text{Ponto crítico (valor)} = \frac{\text{GF}}{\left(\frac{Q\,x(PVu-GVu)}{Q\,x\,PVu}\right)} = \frac{\text{GF}}{\left(\frac{MB}{Vendas}\right)}$ multiplicando a margem e o preço de venda unitário pela quantidade

Onde $\frac{PV-GV}{PV}$ ou $1-\frac{GV}{PV}$ evidencia o coeficiente de não absorção que corresponde à proporção das vendas disponível para cobrir os gastos fixos, depois de suportados os gastos variáveis.

Exemplo

Considere-se o caso apresentado anteriormente:

- Empresa A:
  - MB unitária = 1 (preço de venda = 2, gastos variáveis = 1)
  - Gastos fixos = 20
- Empresa B:
  - MB unitária = 1 (preço de venda = 2, gastos variáveis = 1)
  - Gastos fixos = 30

Proposta de resolução

- Empresa A:
  - $\text{Ponto crítico empresa A (quantidades)} = \frac{\text{GF}}{\text{PVu} - \text{GVu}} = \frac{20}{2-1} = 20$
  - $\text{Ponto crítico empresa A (valor)} = \frac{\text{GF}}{\left(\frac{PVu-GVu}{PVu}\right)} = \frac{30}{\left(\frac{2-1}{2}\right)} = \frac{20}{0{,}5} = 40$

A empresa A necessita de vender 20 produtos, que ao preço de venda unitário de 2, corresponde a vendas de 40 unidades monetárias.

- Empresa B:
  - $\text{Ponto crítico empresa B (quantidades)} = \frac{\text{GF}}{\text{PVu} - \text{GVu}} = \frac{30}{2-1} = 30$
  - $\text{Ponto crítico empresa B (valor)} = \frac{\text{GF}}{\left(\frac{PVu-GVu}{PVu}\right)} = \frac{30}{\left(\frac{2-1}{2}\right)} = \frac{30}{0{,}5} = 60$

A empresa B necessita de vender 30 produtos, que ao preço de venda unitário de 2, corresponde a vendas de 60 unidades monetárias.

===//===

Associado ao conceito de ponto crítico, o conceito de **margem de segurança operacional** permite determinar o decréscimo ou acréscimo percentual que as vendas podem ter, para atingirem o ponto crítico (ou ponto morto económico). Exprime (em %) o distanciamento relativo do nível de atividade alcançado pela empresa (volume) relativamente ao ponto crítico, ou seja, representa em termos relativos quanto a empresa pode reduzir (ou deve aumentar) o volume de atividade sem apresentar prejuizo.

$$\text{Margem de segurança operacional} = \frac{\text{Vendas} - \text{Ponto crítico vendas}}{\text{Vendas}}$$

Utilizando o exemplo da empresa A:

- Empresa A:
  - Ponto crítico das vendas = 40
  - H1: Vendas do período = 60
  - H2: Vendas do período = 15

Resolução

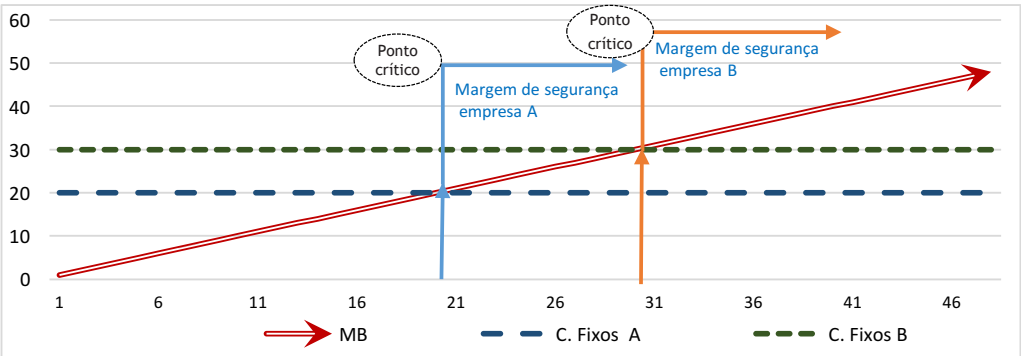
- $\text{Margem de segurança operacional (H1)} = \frac{60-40}{60} = \frac{20}{60} = 0.33\ (3)$
- $\text{Margem de segurança operacional (H2)} = \frac{15-40}{15} = \frac{-25}{15} = -1{,}66\ (6)$

Na H1 a empresa está a laborar com uma margem de segurança de 33%, ou seja, as vendas excedem em 33% (60 x 33,3% = 20) o seu ponto crítico.

Na H2 empresa está em sub atividade, não conseguindo cobrir os seus os custos fixos. O seu ponto de equilíbrio seria encontrado com um acréscimo de vendas de 66,6% (15 x 1,66 = 25).

Apresenta-se graficamente o conceito de margem de segurança operacional, como o valor das vendas (em % ou valor) que excedem o ponto crítico das vendas.

Figura n.º 19 – Margem de segurança



Outro indicador importante é o grau de alavanca operacional que traduz o binómio entre risco e rendibilidade, em valor. Exprime a variação percentual dos resultados operacionais dado pela variação de 1% das vendas.

O efeito económico de alavanca corresponde à variação dos resultados operacionais em função da variação do nível de atividade. Permite analisar a capacidade da empresa, para utilizar uma determinada estrutura de gastos fixos, para maximizar o resultado operacional.

$$\text{Efeito alavanca operacional } = \frac{\frac{\Delta \text{ RO}}{RO_0}}{\frac{\Delta \text{ Vendas}}{Vendas_0}} = \frac{MB}{\text{RO}} \quad ou$$

$$caso\ se\ considere\ os\ resultados\ extraexploração$$

$$\text{Efeito alavanca operacional} = \frac{MB}{\text{EBIT}}$$

Em que:

- EBIT = Resultado antes de juros e impostos (inclui os resultados extraexploração)
- MB = Margem bruta
- RO = Resultado operacional
- RO_0 = Resultado operacional no momento inicial
- $Vendas_0$ = Vendas no momento inicial

pelo que, se não existissem gastos fixos (gastos fixos = 0) este rácio teria valor de 1, dado que resultado operacional = MB. Valores superiores a 1 refletem o peso dos gastos fixos.

A sensibilidade dos resultados a variações de atividade é traduzida através do grau de alavanca operacional que reflete a estrutura de gastos fixos *versus* variáveis e o seu efeito no risco do negócio. Esta expressão também pode ser expressa:

$$\text{Grau de alavanca operacional } = \frac{\text{MB}}{\text{RO}} = \frac{\text{MB}}{\text{MB} - \text{GF}} = 1 - \frac{\text{MB}}{\text{GF}}$$

Em que:

- GF = Gastos fixos
- MB = Margem bruta
- RO = Resultado operacional

Este rácio é tanto mais elevado, quanto a empresa se encontrar mais próximo do ponto morto económico. Este indicador aumenta conforme se aumenta os gastos de estrutura, se o indicador for 3 (efeito multiplicador), indica que uma variação de 20% nas vendas, os resultados de exploração cresceriam 60% (3 x 20%).

O indicador varia entre 1 (ausência de gastos fixos) e atinge o seu ponto máximo em ∞. Quando os gastos fixos assumem valores elevados neste rácio indica um maior risco económico, já que correspondem a resultado operacional diminuto em relação à MB.

Em termos de síntese pode-se elencar os indicadores de risco económico (grau económico de alavanca, ponto crítico e margem de segurança) e o significado dos seus valores:

- Quanto maior for o grau económico de alavanca, mais elevado será o risco económico
    - os resultados da empresa serão mais sensíveis a pequenas descidas do volume de vendas

- Quanto mais elevado for o ponto crítico, maior será o seu risco económico
    - a empresa terá de desenvolver um maior esforço de vendas para conseguir a cobertura dos gastos fixos, o que pode ser difícil em períodos de recessão

- Quanto mais baixa for a margem de segurança, maior será o risco económico
    - a empresa se funcionar muito próximo do ponto crítico, pode a qualquer momento entrar na zona de prejuízos.

Exemplo

Considere os seguintes elementos contabilísticos relativos a 3 empresas que apresentam o mesmo volume de vendas, assim como de resultados operacionais.

	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Vendas	200.000	200.000	200.000
CMVMC	50.000	60.000	70.000
Ouros gastos variáveis	30.000	30.000	30.000
Margem bruta	**120.000**	**110.000**	**100.000**
Gastos fixos	40.000	30.000	20.000
Resultado operacional	**80.000**	**80.000**	**80.000**
Ativo de exploração	200.000	210.000	220.000
Ponto crítico	66.667	54.545	40.000
Margem de segurança	67%	73%	80%
Alavanca operacional	1,5	1,375	1,25

Quando se analisa os diversos indicadores de risco económico constata-se, em termos comparativos, ser a empresa A que tem um ponto crítico mais elevado. No caso desta empresa, a quantidade de vendas necessárias para não ter um resultado operacional negativo é de 66.667, sendo possível a esta empresa reduzir as vendas em 67% sem ter um resultado operacional negativo.

Por outro o indicador de alavanca operacional também é superior ao das outras empresas. Valores elevados neste rácio implicam um maior risco económico, já que correspondem a uma maior imprevisibilidade dos resultados operacionais futuros. Uma

variação de 10% nas vendas teria um impacte de 15% nos resultados operacionais, efeito que é menor nas restantes empresas.

6.2.3 Viabilidade económica

Os conceitos de viabilidade económica e risco económico encontram-se intimamente associados. Quanto maior for o risco económico maiores serão as preocupações sobre a viabilidade económica. O estudo da viabilidade económica reflete a probabilidade da empresa obter um resultado de exploração positivo ou de acordo com os seus objetivos (crescimento, manutenção dos capitais investidos, reembolso dos capitais alheios, entre outros).

Existem diversos instrumentos de análise, que aqui não abordaremos, recorrendo a modelos de avaliação de investimentos e a indicadores como o valor atual líquido (VAL). O VAL indica que em que medida os benefícios gerados pelos ativos são suficientes para recuperar os capitais aplicados na sua realização, e se permitem ainda obter um benefício líquido. O VAL pode assumir valores positivos, nulos ou negativos.

Caso prático n.º 8

Considere os seguintes elementos da DR relativos à empresa e à média do setor. Pretende-se que proceda à sua análise sabendo que, para efeitos de implicação:

- os outros rendimentos e gastos são, em parte significativa, associados a atividades extraexploração.
- O CMVMC é o único gasto variável significativo, pelo que, por questões de materialidade, pode-se ignorar os restantes.

Os dados de balanço necessários ao cálculo dos indicadores são os apresentados no caso prático n.º 3.

RENDIMENTOS E GASTOS	EMPRESA			SETOR		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Vendas e serviços prestados	314 000	291 000	285 600	516 800	518 400	546 100
CMVMC	-130 600	-109 500	-98 700	-348 100	-350 000	-375 700
Fornecimentos e serviços externos	-45 700	-47 700	-44 300	-63 800	-64 500	-67 100
Gastos com o pessoal	-81 800	-79 700	-80 400	-77 600	-78 300	-80 200
Imparidade de dívidas a receber				-3 200	-3 000	-2 600
Outros rendimentos	4 900	4 400	8 100	14 200	14 400	15 700
Outros gastos	-2 200	-1 200	-3 100	-9 300	-8 600	-9 600
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	58 600	57 300	67 200	29 000	28 400	26 600
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-21 300	-19 900	-28 300	-12 800	-13 000	-13 600
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	37 300	37 400	38 900	16 200	15 400	13 000
Juros e gastos similares suportados	-200	-1 200	-2 400	-6 400	-6 100	-8 400
Resultado antes impostos	37 100	36 200	36 500	9 800	9 300	4 600
Imposto sobre o rendimento do período	-11 600	-12 300	-13 600	-4 500	-4 300	-4 000
Resultado líquido do período	**25 500**	**23 900**	**22 900**	**5 300**	**5 000**	**600**

Proposta de resolução

1) Preparação dos dados para análise

Rúbricas	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Gastos variáveis (a)						
CMVMC	130.600	109.500	98.700	348.100	350.000	375.700
Gastos fixos						
Fornecimentos e serviços externos	45.700	47.700	44.300	63.800	64.500	67.100
Gastos com o pessoal	81.800	79.700	80.400	77.600	78.300	80.200
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	---	---	---	3.200	3.000	2.600
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	21.300	19.900	28.300	12.800	13.000	13.600
Total gastos fixos	**148.800**	**147.300**	**153.000**	**157.400**	**158.800**	**163.500**
Estrutura de gastos (% das vendas)						
Variáveis	42%	38%	35%	67%	68%	69%
Fixos	47%	51%	54%	30%	31%	30%
Vendas	314.000	291.000	285.600	516.800	518.400	546.100
Margem bruta	183.400	181.500	186.900	168.700	168.400	170.400
Margem bruta / Vendas	58%	62%	65%	33%	32%	31%
Resultado operacional	**34.600**	**34.200**	**33.900**	**11.300**	**9.600**	**6.900**

Notas: a) Por simplificação apenas se considerou o CMVMC como gasto variável.

2) Indicadores

Indicadores	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Rendibilidade						
REA = RAJI / AT	22%	21%	22%	3%	3%	3%
REAE = RO/AE (b)	20%	19%	19%	2%	2%	1%
Margem bruta das vendas (%) = MB / V	58%	62%	65%	33%	32%	31%
Rendibilidade das vendas = RL / V	8%	8%	8%	1%	1%	0%
Rendibilidade operacional das vendas = RO / V	11%	12%	12%	2%	2%	1%
Risco económico						
Ponto crítico (valor) = GF /(MB /Vendas)	254.761	236.167	233.798	482.183	488.848	523.987
Margem de segurança = $(V-V_0)/V$	0,19	0,19	0,18	0,07	0,06	0,04
Grau económico de alavanca	5	5	6	15	18	25

Notas: b) Por simplificação considerou-se que todos os ativos estavam afetos à exploração

Em que:

- AE = Ativo de exploração
- AT = Ativo total
- GF = Gastos fixos
- MB = Margem bruta
- RAJI = Resultado antes de juros e impostos
- REA = Rendibilidade económica do ativo
- REAE = Rendibilidade económica do ativo exploração
- RL = Resultados líquidos
- RO = Resultado operacional
- V = Vendas
- V_0 = Vendas no início do período

3) Conclusões

A empresa em análise apresenta uma estrutura de gastos onde os variáveis têm um peso inferior ao do setor, o que lhe permite libertar mais recursos por cada unidade vendida, para cobrir os restantes gastos de exploração. Contudo a empresa está em desvantagem no que refere aos de estrutura que, representam cerca de 50% das vendas (em termos médios), enquanto no setor esta percentagem situa-se na ordem dos 32%.

Quer a empresa, quer o setor, laboram com uma margem de segurança, no entanto a empresa tem uma margem superior (19%) em relação ao setor (entre 7 e 4%). Estes resultados permitem concluir que a empresa tem mais folga para variações negativas de volume de vendas, sem pôr em causa os resultados operacionais positivos.

Os indicadores de rendibilidade económica são todos favoráveis à empresa na comparação com o setor, mesmo quando se compara rendibilidade das vendas (RL),

que considera todos os rendimentos e gastos de exploração, extraexploração e financeiros.

Por último refira-se o grau de alavanca económica que coloca a empresa num grau de risco inferior ao do setor, onde este indicador é cerca de 3 vezes superior (15% em 2015). Tal significa que para uma variação de 1% nas vendas tem um impacto de 5% nos resultados operacionais da empresa e de 15% no setor, pelo que na empresa o risco de negócio será inferior à média do setor.

6.3 RENDIBILIDADE FINANCEIRA

A análise da rendibilidade financeira pretende determinar se uma empresa utiliza de forma eficaz os capitais pertencentes aos sócios ou acionistas e se o valor obtido representa o equivalente a taxa máxima de remuneração obtida pelo capital próprio aplicado. Deve ser analisada na perspetiva da rendibilidade, do risco financeiro e da sua viabilidade futura.

6.3.1 Rendibilidade financeira

O estudo da rendibilidade financeira analisa em que medida os capitais investidos, podem ser remunerados. O principal indicador é o rácio de rendibilidade dos capitais próprios, também designado por ROE *(return on equity)* que nos é dado por:

$$\text{Rentabilidade dos capitais próprios} = \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capitais próprios}}$$

Este indicador de eficiência é privilegiado por investidores, sócios e acionistas dado que o seu valor é diretamente comparável às taxas de rendimento de outras oportunidades de investimento, assim como o custo associado, fontes de financiamento. Em muitas empresas atingir um valor determinado é assumido como um dos principais objetivos de gestão.

Este indicador parte do princípio que os resultados líquidos traduzem uma medida válida de enriquecimento do património dos acionistas/sócios da empresa e que o capital próprio corresponde efetivamente ao investimento dos proprietários.

Este indicador pode ser comparado com as taxas de juro dos depósitos a prazo, ou outras aplicações de risco equivalente, para avaliar a atratividade de investimentos alternativos. Também deverá ser comparado com a rendibilidade dos capitais permanentes, para verificar a importância dos capitais alheios na formação da rendibilidade da empresa:

$$\text{Rentabilidade dos capitais permanentes} = \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capitais permanentes}}$$

Quanto mais elevado o valor deste rácio, maior a capacidade da empresa se financiar. Contudo o valor deste rácio poderá ocultar a existência de capitais próprios reduzidos, facto que condiciona a leitura acrítica deste indicador.

Muitos analistas partem da composição da rentabilidade dos capitais permanentes para determinar os fatores que a influencia, através da seguinte transformação (análise *Dupont* na sua vertente mais simples) que considera três fatores explicativos na formação da rentabilidade dos capitais próprios:

$$\text{Rentabilidade dos capitais próprios}$$
$$=$$
$$\frac{\text{RL}}{\text{Capitais próprios}} \text{ x } \frac{\text{Vendas}}{\text{Vendas}} \text{ x } \frac{\text{Ativo}}{\text{Ativo}}$$
$$=$$
$$\frac{\text{RL}}{\text{Vendas}} \text{ x } \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}} \text{ x } \frac{\text{Ativo}}{\text{Capitais próprios}}$$

Esta expressão permite inferir que, mantendo constantes os outros elementos, a rentabilidade dos capitais próprios poderá ser aumentada se:

1. a rentabilidade das vendas crescer ($\frac{\text{RL}}{\text{Vendas}}$)
   - a empresa pode tentar reduzir os seus gastos de forma a que as margens finais aumentem.
2. as vendas por unidade de ativo aumentarem ($\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}}$)
   - esta relação pode ser conseguida, mantendo as margens constantes, quando se consegue reduzir o ativo através da redução dos inventários, créditos a clientes ou outras rubricas
3. ou a autonomia financeira reduzir ($\frac{\text{Ativo}}{\text{Capitais próprios}}$)
   - limitando a dimensão dos capitais próprios e mantendo-se inalterada a estrutura produtiva e comercial de uma empresa, quanto menor for o capital próprio em relação ao ativo, maior será a rentabilidade por euro "investido" pelos seus acionistas.

Exemplo

Considere-se os seguintes dados das empresas A, B e C e respetivos indicadores

Rubricas	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Vendas	200.000	200.000	200.000
Ativo total	300.000	300.000	300.000
Capital próprio	**50.000**	**40.000**	**30.000**
Passivo total	250.000	260.000	270.000
Resultado líquido	**20.000**	**20.000**	**20.000**
Rentabilidade dos capitais próprios	**0,40**	**0,50**	**0,67**
RL / Vendas (1)	0,10	0,10	0,10
Vendas / Ativo (2)	0,67	0,67	0,67
Ativo / Capitais próprios (3)	6,00	7,50	10,00
Rentabilidade dos capitais próprios = 1 x 2 x 3	**0,4**	**0,5**	**0,67**

Como se constata, para igual montante de resultados líquidos, a rentabilidade dos capitais próprios será tanto maior quanto menor for a quantia dos capitais próprios.

Rubricas	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Vendas	200.000	200.000	200.000
Ativo total	**300.000**	**280.000**	**260.000**
Capital próprio	50.000	40.000	30.000
Passivo total	**250.000**	**240.000**	**230.000**
Resultado líquido	20.000	20.000	20.000
Rentabilidade dos capitais próprios	**0,40**	**0,50**	**0,67**
RL / Vendas (1)	0,10	0,10	0,10
Vendas / Ativo (2)	**0,67**	**0,71**	**0,77**
Ativo / Capitais próprios (3)	**6,00**	**7,00**	**8,67**
Rentabilidade dos capitais próprios = 1 x 2 x 3	**0,4**	**0,5**	**0,67**

Reduções do ativo, para um mesmo volume de vendas, aumenta a rotação do ativo (contribuem positivamente para os resultados porque há mais vendas por cada unidade de ativo).

===//===

A partir das expressões de rentabilidade económica e financeira pode-se avaliar a vantagem de ter uma estrutura financeira mais apoiada em capitais próprios ou alheios, partindo do pressuposto que existe vantagem em recorrer ao financiamento alheio desde que a rentabilidade económica seja superior ao custo dos capitais alheios.

- $\text{Rentabilidade económica do ativo (REA)} = \frac{\text{RAJI}}{\text{Ativo total}} = \frac{\text{RAJI}}{\text{Capitais próprios+Passivo}}$

- $\text{Rentabilidade dos capitais próprios (RCP)} = \frac{\text{RL}}{\text{Capitais próprios}}$

e considerando:

- P = Passivo
- kd = Custo do capital alheio
- J = Juros e gastos similares de financiamento = P x kd
- CP = Capital próprio
- t = Taxa de impostos sobre lucros
- RAJI = REA (CP + Passivo)
- RL = (RAJI – J) x (1-t)

por substituição:

- $\text{Rentabilidade dos capitais próprios (RCP)} = \frac{(\text{RAJI}-\text{J})x\ (1-t)}{\text{CP}}$

Substituindo o RAJI pela expressão: RAJI = REA (CP + Passivo)

- $\text{RCP} = [\text{REA} + \frac{P}{\text{CP}}\ \text{x}\ (REA - kd](1 - t)$

O que demonstra que a rendibilidade dos capitais próprios é influenciada pela:

- Rendibilidade económica do ativo $\frac{\text{RAJI}}{\text{Ativo total}}$
- Composição das origens de fundos $\frac{P}{\text{CP}}$
- *Spread* entre o REA e o custo dos capitais alheios kd (REA − Kd)
- Nível de incidência fiscal (1 − t)

Este modelo, designado de modelo aditivo, permite deduzir o seguinte quanto à rendibilidade dos capitais próprios e a estrutura de capitais e alheios no conjunto das origens de fundos:

- Se a rentabilidade económica do ativo for superior ao custo médio dos capitais alheios, então quanto maior for o peso relativo do passivo face aos capitais próprios, maior a rendibilidade financeira.

- Quando a rentabilidade económica do ativo for inferior ao custo médio dos capitais alheios, quanto maior o peso do passivo, que determina um maior valor de encargos financeiros e redução dos resultados líquidos, menor a rendibilidade financeira

- Quanto o valor da rentabilidade económica do ativo iguala o custo médio dos capitais alheios, a rendibilidade dos capitais investidos é igual à rendibilidade dos capitais próprios deduzida de efeito fiscal.

A análise DuPont (modelo multiplicativo) também permite relacionar entre a rendibilidade económica e a rendibilidade financeira com a decomposição do indicador de rendibilidade dos capitais próprios em diversos indicadores que refletem os efeitos:

- Económicos de exploração
- Extraexploração
- Estrutura de financiamento
- Fiscal

$$\mathrm{RCP} = \frac{\mathrm{RL}}{\mathrm{RAI}} \times \frac{\mathrm{RAI}}{\mathrm{RAJI}} \times \frac{\mathrm{RAJI}}{\mathrm{RO}} \times \frac{\mathrm{RO}}{\mathrm{MB}} \times \frac{\mathrm{MB}}{\mathrm{V}} \times \frac{\mathrm{V}}{\mathrm{A}} \times \frac{\mathrm{A}}{\mathrm{CP}}$$

Onde:

- $\frac{\mathrm{RL}}{\mathrm{RAI}} = \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Resultado antes de impostos}}$ = Efeito fiscal
    - que depende de fatores externos à empresa, mas que pode ser influenciado por decisões empresariais que afetam os níveis de tributação, designadamente através das tributações autónoma.
- $\frac{\mathrm{RAI}}{\mathrm{RAJI}} = \frac{\text{Resultados antes de impsotos}}{\text{Resultados antes de juros e impostos}}$ = Efeito dos gastos financeiros líquidos
    - Depende de fatores externos como as taxas de juro no mercado, mas também de fatores internos determinados pela gestão financeira, designadamente tipo de crédito utilizado, garantias e nível de planeamento da tesouraria para evitar ou reduzir situações de recurso.
- $\frac{RAJI}{RO} = \frac{Resultados\ antes\ de\ juros\ e\ impostos}{Resultado\ Operacional}$ = Efeito componente extraexploração
    - Considera-se as operações que não têm natureza repetitiva designadamente alienações de investimentos, os efeitos de reduções de pessoal ou da descontinuação de atividades operacionais.
- $\frac{\mathrm{RO}}{\mathrm{MB}} = \frac{Resultado\ Operacional}{\text{Margem Bruta}}$ = Efeito dos gastos de estrutura
    - Já apesentado anteriormente quando se analisou o risco operacional.
- $\frac{\mathrm{MB}}{\mathrm{V}} = \frac{\text{Magem bruta}}{\text{Volume de negócios}}$ = rendibilidade bruta das vendas

- Já apesentado anteriormente quando se analisou o risco operacional

- $\frac{V}{A} = \frac{\text{Volume de negócios}}{\text{Ativo}}$ = Rotação do ativo (já apesentado anteriormente)

- $\frac{A}{CP} = \frac{\text{Ativo}}{\text{Capital próprio}}$ = Rácio de estrutura do financiamento

  - Rácio inverso da autonomia financeira. Quanto mais próximo de 1, menor o endividamento

Nota: qualquer dos modelos apresentados (aditivo e multiplicativo) tem variações diversas dependendo dos objetivos da análise.

Deve-se considerar os modelos apresentados como exemplificações. A maior ou menor decomposição dos indicadores deverá ser realizada de acordo com as necessidades do analista.

===//===

Caso prático n.º 9

Considere os seguintes elementos da DR e balanço relativos à empresa e à média do setor. Pretende-se que proceda à análise da rentabilidade financeira.

Proposta de resolução

Indicadores	Empresa			Setor		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Rendibilidade						
Rendibilidade dos capitais próprios[10]	**18%**	**20%**	**24%**	**4%**	**4%**	**0%**
Rendibilidade dos capitais permanentes[11]	18%	19%	21%	2%	2%	0%
Decomposição rendibilidade dos capitais próprios (1)						
Rendibilidade das vendas (RL/Vendas)	8%	8%	8%	1%	1%	0%
Rotação do ativo (Vendas /Ativo)	1,83	1,65	1,59	1,04	1,04	1,07
Inverso autonomia financeira (Ativo/Capitais próprios)	120%	149%	191%	366%	365%	384%
(RL/Vendas) x (Vendas/Ativo) x Ativo/Capitais próprios)	**18%**	**20%**	**24%**	**4%**	**4%**	**0%**
Decomposição rendibilidade dos capitais próprios (2)	18%	20%	24%	4%	4%	0%
Rendibilidade económica do ativo (REA)	22%	21%	22%	3%	3%	3%
Passivo / Capitais próprios	20%	49%	91%	266%	265%	284%
Tx juro (Juros / Passivo)	1%	2%	3%	2%	2%	2%
Tx. imposto (Imposto / Resultado antes impostos)	31%	34%	37%	46%	46%	87%
(REA + P/CP x (REA – Kd)) x (1-t)	**18%**	**20%**	**24%**	**4%**	**4%**	**0%**
Alavanca financeira	**0,93**	**0,94**	**0,93**	**1,15**	**1,03**	**1,50**

Comentários:

10 Rentabilidade de capitais próprios = Resultado líquido / Capitais próprios
11 Rentabilidade de capitais permanentes = Resultados líquidos /Capitais permanentes

Como se constata a empresa apresenta uma rendibilidade dos capitais próprios muito superior à média do setor que, contudo, tem vindo a diminuir de 2013 para 2015.

Esta rendibilidade da empresa, comparativamente com o setor, é resultado do efeito combinado de:

(1) Uma maior rendibilidade económica do ativo (cerca de 22% na empresa e 3% no setor;
(2) O efeito combinado da estrutura de capitais na diferença positiva entre o REA e o custo do capital alheio. Esta diferença é positiva, quer na empresa, quer no setor, mas é mais ampliada no setor devido a um maior endividamento.
(3) Um efeito fiscal que favorece a empresa (1-t na ordem dos 63 a 69%) enquanto no setor variou entre 13 e 54%.
(4) O setor apresenta um risco financeiro mais elevado do que a empresa.

===//===

Outras medidas de rentabilidade poderão ser utilizadas. Refira-se a título de exemplo a Taxa Interna de Rentabilidade (TIR) que corresponde à taxa de juro anual efetivamente proporcionada, pelo conjunto de capitais aplicados num investimento durante o seu período de vida útil. A TIR é a taxa de atualização para a qual o VAL do investimento é nulo. O valor da TIR permite ao investidor avaliar o interesse do seu investimento e comparar com aplicações alternativas de risco comparável.

6.3.2 Risco financeiro

O risco financeiro está associado à estrutura financeira e permite analisar o impacte que o recurso ao endividamento provoca na rendibilidade dos capitais próprios (Neves, 2000). Entende-se como risco financeiro a probabilidade da empresa não conseguir cobrir os seus juros e outros gastos de financiamento, implicando RAI e RL negativos. Este risco pode ser calculado sob diversas perpectivas:

- Económica: probabilidade dos resultados não cobrirem os juros e outros gastos de financiamento
- Tesouraria: probabilidade dos recebimentos não cobrirem os pagamentos.
- Estrutural: probabilidade da solvabilidade não atingir níveis adequados.

O Risco Financeiro é tanto maior quanto:

- Maior for o grau financeiro de alavanca;
- Mais elevado for o montante dos juros e outros gastos de financiamento;

- Mais elevado for o nível de incidência fiscal, pois quanto maior o imposto a pagar ao Estado menos resultados estarão disponíveis para distribuir aos accionistas.

O risco pode ser avaliado através de vários indicadores, designadamente o ponto crítico (morto) financeiro, a margem de segurança financeira e o grau financeiro de alavanca na ótica da DR.

O ponto crítico (morto) financeiro de exploração e ponto morto financeiro total permitem avaliar o risco financeiro numa perspetiva de tesouraria. O ponto crítico (morto) financeiro de exploração, no contexto da teoria CVR, corresponde ao nível de atividade da empresa em que os recebimentos de exploração igualam os pagamentos de exploração e de juros e gastos similares de financiamento. A forma de cálculo é semelhante ao do ponto morto económico. Se for calculado numa ótpca de tesouraria apenas se consideram como gastos fixos o que correspondem a desembolsos, excluindo desta forma depreciações, amortizações, imparidades e outros gastos análogos.

$$\text{Ponto crítico financeiro (ótica de tesouraria)} =$$

$$\text{(em valor)} = \frac{\text{Gastos fixos desembolsáveis+juros e outros gastos de financiamento}}{\frac{MB}{Vendas}}$$

$$ou$$

$$\text{(em quantidade)} = \frac{\text{Gastos fixos desembolsáveis+juros e outros gastos de financiamento}}{\frac{MB\ unitária}{Preco\ unitário}}$$

$$\text{Ponto crítico financeiro (ótica económica)} =$$

$$\text{(em valor)} = \frac{\text{Gastos fixos exploração +juros e outros gastos de financiamento}}{\frac{MB}{Vendas}}$$

$$ou$$

$$\text{(em quantidade)} = \frac{\text{Gastos fixos exploração + juros e outros gastos de financiamento}}{\frac{MB\ unitária}{Preco\ unitário}}$$

Quanto maior o valor deste indicador, mais elevado o risco financeiro.

A margem de segurança financeira evidencia a queda ou crescimento percentual que as vendas podem ter, para atingirem o ponto crítico financeiro. Quanto maior o valor positivo do rácio, maior a margem de segurança e menor o risco financeiro.

Desta forma, o risco é tanto maior quanto mais baixa for a margem de segurança, dado que um valor mais baixo deste indicador reflecte o perigo da empresa funcionar demasiado perto do ponto crítico, podendo facilmente entrar na zona de prejuízo.

$$\text{Margem de segurança financeira} = \frac{\text{Vendas} - \text{Ponto crítico financeiro das vendas}}{\text{Vendas}}$$

O grau de alavanca financeira é um indicador de risco financeiro que mede a sensibilidade dos resultados líquidos do período face a variações ocorridas nos resultados operacionais. Quanto maior o valor deste indicador, maior o risco financeiro associado.

Calcula-se pelas seguintes expressões conforme se considere apenas o resultado operacional ou o EBIT que inclui os resultados extraexploração.

$$\text{Grau de alavanca financeira} = \frac{\frac{\Delta RL}{RL}}{\frac{\Delta RO}{RO}} = \frac{RO}{RAI}$$

$$\text{Grau de alavanca financeira} = \frac{\frac{\Delta RL}{RL}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{EBIT}{RAI}$$

Em que:

- RL= Resultado líquido
- RO = Resultado operacional
- RAI = Resultado antes de impostos
- EBIT = Resultados antes de juros e impostos

O efeito de alavanca financeiro é o fenómeno que permite a melhoria da rendibilidade financeira através de uma utilização adequada do capital alheio, especificamente, dos financiamentos a médio/longo prazo. Este indicador evidencia a relação entre a rendibilidade económica (por via do resultado operacional) e a rendibilidade financeira (por via do RL) que considera os juros e gastos similares de financiamento. Logo, pode-se analisar estas relações, a fim de determinar qual a composição ótima das origens de fundos, em termos de capital próprio e capital alheio.

Visto que:

Resultados financeiros = RO – RAI

existe o efeito financeiro de alavanca sempre que os resultados financeiros sejam negativos. O grau financeiro de alavanca será igual a 1 quando não existirem resultados financeiros.

Este indicador pode apresentar um valor absoluto negativo, quando o resultado financeiro negativo superar o valor do resultado de exploração. À semelhança do grau de alavanca económico, quanto maior for este indicador, maior o risco financeiro pelo que:

- Efeito alavanca financeiro = 1

A política de financiamento tem um impacte nulo na rentabilidade financeira da empresa.

- Efeito Alavanca Financeiro < 1

A política de financiamento tem um impacte negativo na rentabilidade financeira da empresa.

- Efeito alavanca financeiro > 1

A política de financiamento tem um impacte positivo na rentabilidade financeira da empresa.

Exemplo

Considere os seguintes elementos relativos a três empresas:

Rubricas	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Vendas	200.000	200.000	200.000
CMVMC	70.000	70.000	70.000
Margem bruta	**130.000**	**130.000**	**130.000**
Gastos fixos desembolsáveis	10.000	20.000	30.000
Gastos fixos não desembolsáveis	30.000	20.000	10.000
Resultado operacional	**90.000**	**90.000**	**90.000**
Gasto de financiamento	-95.000	-10.000	0
RAI	**-5.000**	**80.000**	**90.000**
Ponto crítico económico	61.538	61.538	61.538
Margem segurança operacional	69%	69%	69%
Alavanca operacional	1,44	1,44	1,44
Ponto crítico financeiro	207.692	76.923	61.538
Margem segurança financeira	-4%	62%	69%
Alavanca financeira	- 18,00	1,13	1,00

Como se constata todas as empresas apresentam iguais indicadores ao nível do risco económico (ponto crítico das vendas, margem de seguração e alavanca operacional). Distinguem-se na política de financiamento que se reflete na DR na rubrica dos gastos financeiros e no RAI.

A empresa C tem uma alavanca financeira = 1 porque não existirem resultados financeiros (gastos de financiamento nulos). Desse modo o ponto crítico financeiro das vendas é igual ao ponto critico económico. Em função deste ponto crítico, e em termos comparativos com as restantes empresas, é esta empresa que apresenta uma margem de segurança superior, portando com menor risco.

A empresa A tem RAI negativos devido à componente de financiamento. Desse modo o ponto crítico financeiro das vendas é o maior devido à componente dos gastos de financiamento. A sua atividade (200.000) situa-se abaixo do ponto critico (207.692) pelo que, em termos comparativos com as restantes empresas, é esta que apresenta uma menor margem de segurança e risco financeiro.

Na empresa B posiciona-se entre a C e a A. A política de financiamento tem um impacte positivo na rentabilidade da empresa, assumindo a alternativa entre a utilização de capitais próprios ou alheios. Tem um risco financeiro baixo (1,13) e uma margem de segurança confortável.

6.3.3 Viabilidade financeira

Entende-se que existe viabilidade financeira se um produto, projeto ou negócio proporciona uma taxa de retorno do capital investido que seja, no mínimo, maior do que a aplicação dos mesmos recursos financeiros no mercado de capitais. Existe viabilidade financeira quando associada à viabilidade económica, pelo que a viabilidade financeira reflete a probabilidade de uma empresa gerar resultados de forma a cobrir os custos dos capitais utilizados (próprios e alheios), o reembolso dos capitais próprios e alheios e garantir o seu equilíbrio financeiro.

A questão da viabilidade pode ser resumida, na perspetiva de médio longo prazo, como (Breia *et al.*, 2014):

- Capacidade de gerar excedentes que permitam solver os compromissos presentes e futuros
- Remunerar os capitais investidos

Os processos de avaliação de empresas como parte integrante da análise financeira podem ajudar na determinação do valor da empresa, da capacidade da empresa de gerar lucros futuros e fornece informações sobre a solvabilidade, rendibilidade, pontos

fortes e pontos fracos da empresa na ótica financeira, e desta forma sobre a sua viabilidade económica e financeira.

Não existe uma metodologia única para um processo de avaliação que depende dos objetivos (projetos de investimento, liquidação, fusões ou aquisições, capacidade de gestão, avaliação de estratégias, ou outros) assim como das abordagens efetuadas (com base no mercado, no rendimento, no património, ou noutras abordagens).

A TIR é um dos rácios de rendibilidade tradicionalmente utilizados, como referência. É assente nos *cash-flows* e não nos resultados. A TIR determina a taxa interna de retorno dos *cash-flows* quando o VAL é nulo e representa a taxa máxima a que uma empresa se deve financiar, pois para valores superiores, o VAL passa a ser negativo.

Estes temas não são desenvolvidos neste manual.

6.4 RISCO GLOBAL

O risco global corresponde à probabilidade de os resultados da empresa não atingirem o nível adequado ao cumprimento dos seus principais objetivos, quer económicos, quer financeiros. Este risco resulta dos riscos económico e financeiro combinados.

Existem fatores já analisados que potenciam o risco global, designadamente:

- O peso dos gastos fixos no conjunto dos gastos, e dentro destes, dos desembolsáveis
- Os juros e gastos similares de financiamento
- Níveis elevados para os pontos críticos (económico e financeiro)
- Baixos níveis de margem de segurança
- Elevados valores para a alavancagem económica e financeira (grau económico e financeiro de alavanca).

Dependendo o risco global dos riscos económico e financeiro combinados, a sua análise assenta na combinação dos rácios de risco utilizados em cada uma das dimensões, designadamente ponto crítico, margem de segurança e efeito de alavanca.

$$\text{Ponto crítico global} = \frac{Gastos\ fixos - Resultados\ financeiros}{\frac{Margem\ bruta}{Volume\ de\ negócios}}$$

O ponto crítico global é um rácio que pretende medir a capacidade da empresa para suportar os gastos fixos e financeiros. A semelhança dos outros indicadores do ponto crítico, quanto maior o valor deste rácio, mais elevado o risco total. Neste rácio conjuga-se dois conceitos anteriores (risco económico através da componente gastos fixos e financeiro através do resultado financeiro). Desta forma este rácio pretende medir a capacidade da empresa para suportar os gastos fixos e financeiros.

$$\text{Margem de segurança global } = \frac{Vendas - Vendas\ (Ponto\ critico\ global)}{Vendas}$$

Evidencia a variação percentual (diminuição ou crescimento) que as vendas podem ter, para atingirem o ponto crítico global.

$$\text{Grau combinado de alavanca } = \frac{MB}{RAI}$$

Este rácio combinando (alavanca económica e financeira) mede a exposição global ao risco económico e financeiro.

Exemplo

Considerando os elementos do exemplo anterior, os indicadores de risco global:

Rubricas	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Vendas	200.000	200.000	200.000
CMVMC	70.000	70.000	70.000
Margem bruta	**130.000**	**130.000**	**130.000**
Gastos fixos desembolsáveis	10.000	20.000	30.000
Gastos fixos não desembolsáveis	30.000	20.000	10.000
Resultado operacional	**90.000**	**90.000**	**90.000**
Custo de financiamento	-91.000	-10.000	0
RAI	**-1.000**	**80.000**	**90.000**
Ponto crítico vendas	61.538	61.538	61.538
Margem segurança operacional	69%	69%	69%
Alavanca operacional	1,44	1,44	1,44
Ponto crítico financeiro	207.692	76.923	61.538
Margem segurança financeira	-4%	62%	69%
Alavanca financeira	- 18	1,13	1,00
Ponto crítico global	207.692	76.923	61.538
Margem segurança global	-4%	62%	69%
Alavanca combinada	-26	1,62	1,44

Conforme se constata a empresa A é a que apresenta um risco global mais elevado. O ponto crítico das vendas situa-se acima das vendas realizadas (200.000) pelo que para atingir esse equilíbrio (RAI = 0) a empresa deveria vender mais 6.792.

Na empresa C, como não existe risco financeiro (custo de financiamento = 0) os indicadores de risco são os obtidos para o risco económico.

Na empresa B combinam-se ambos os riscos (tal como na empresa A), sendo que o risco global se acentua na margem de segurança (mais baixa em termos globais do que apenas na perspetiva económica) pelo que o efeito de alavanca é incrementado, denotando que o risco global é superior a cada um dos riscos considerados individualmente.

7. CONCLUSÃO

Com este manual pretendeu-se contribuir para a facilitação na definição de instrumentos que permitam ao Contabilista Certificado incluir no seu trabalho um serviço, que não sendo a sua área principal de atividade, insere-se como complemento natural no apoio aos clientes, no diagnóstico das suas forças e fragilidades.

O manual assume-se como um documento que reúne de uma forma organizada e explicada a informação mínima para se entender o tema da análise financeira, do ponto de vista dos conceitos e dos instrumentos.

Poderá servir de apoio à criação de indicadores de alerta para a situação das empresas clientes, nos diversos aspetos abordados. Poderá, desta foram contribuir, para antecipar a adoção de medidas corretivas adequadas para eventuais aspetos negativos.

Outros temas poderiam ser abordados, contudo, considerando o tempo destinado a esta formação e a extensão de temas possíveis, adotou-se por estes conteúdos sabendo que são tratados os aspetos essenciais da análise financeira.

BIBLIOGRAFIA

Breia, A., Mata, M., e Pereira, V. (2014) Análise económica e financeira: aspetos teóricos e casos práticos

Fernandes, J., Gonçalves, C., Rodrigo, J. e Santos, D. (2013) Relato financeiro: interpretação e análise, Vida Económica, Porto

Kaplan, R. S. e Norton, D. P. e Norton (1993) Putting the balance scorecard to work, Harvard Business Review, September-October

Menezes, C. (1995) Princípios de Gestão Financeira, Editorial Presença, Lisboa

Monteiro, C. e Almeida, F. (2010) Análise de Balanços e Estudos de Indicadores Económicos com Base nos Modelos SNC, Manual de formação, Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas

Neves, J. C. (2000) Análise Financeira – Técnicas fundamentais, Texto Editora, Lisboa

Santos, A. (1981) Análise financeira – Conceitos, técnicas e aplicações, Economia e gestão, Lisboa

Vale, V. B. (2015) Apoio às empresas: Análise financeira da informação contabilística, Formação Segmentada, Manual de formação, Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas