ANÁLISE E RELATO FINANCEIRO

Uma visão integrada de gestão

João Carvalho das Neves

Texto

Índice

Prefácio 19

PARTE I – INTRODUÇÃO

1. A Função Financeira e a Análise Financeira 27
   - 1.1 As tarefas da função financeira 28
   - 1.2 A função financeira na prática 32
   - 1.3 Objetivos e limites da função financeira 34
   - 1.4 Papel da análise financeira na gestão 37

2. Bases para uma Metodologia de Análise Financeira Integrada 39
   - 2.1 Análise estrutural das indústrias 44
   - 2.2 Análise da atratividade da indústria 47
   - 2.3 Posição concorrencial 49
   - 2.4 Vantagem competitiva 50
   - 2.5 A cadeia do valor 51
   - 2.6 Análise da carteira de negócios: Matriz de BCG 54
   - 2.7 Os cinco elementos fundamentais da análise financeira na perspetiva taoista 58

PARTE II – INSTRUMENTOS-BASE DA ANÁLISE FINANCEIRA

3. Prestação de Contas 63
   - 3.1 O sistema contabilístico em vigor em Portugal 63

3.2 Prestação de contas anuais 67
Elementos que integram a prestação de contas anuais 67
O relatório anual da gestão 69
Informação empresarial simplificada 72
3.3 Prestação de contas intercalares 73
Informação semestral 73
Informação trimestral 74
3.4 Publicação de demonstrações financeiras consolidadas . . 75
Obrigatoriedade de apresentação das demonstrações financeiras consolidadas 75
Dispensa da elaboração de contas consolidadas 76
Exclusões da consolidação 78
3.5 Relações de Grupo e relato das participações financeiras 78
Consolidação integral 82
Consolidação proporcional 83
Equivalência patrimonial 83

4. Documentos-Base da Análise Financeira 85
4.1 Características da informação financeira 86
4.2 Pressupostos subjacentes 89
4.3 Mensuração dos elementos das demonstrações financeiras 90
4.4 Balanço 91
Ativo não corrente 93
Ativo corrente 101
Capital próprio 106
Passivo não corrente 107
Passivo corrente 108
4.5 Demonstração dos resultados por naturezas 110
4.6 Demonstração dos resultados por funções 112
4.7 Demonstração dos fluxos de caixa 112
4.8 Demonstração das alterações no capital próprio 116
4.9 Interligação existente entre as demonstrações financeiras 116
4.10 Anexo às demonstrações financeiras 117

Políticas contabilísticas 118
Imparidade dos ativos 119
Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas 119
Provisões, passivos contingentes e ativos contingentes 119
Efeitos de alterações de taxa de câmbio 120
Acontecimentos após a data do balanço 120
Locações 120
Instrumentos financeiros 120
Benefícios dos empregados 121
Pessoal 121
Relato de informação financeira por segmentos 121
4.11 Parecer do Conselho Fiscal e Certificação Legal de Contas 123
Matérias que afetam a opinião do revisor/auditor 127
Circunstâncias que dão origem a uma opinião diferente da não qualificada 128
4.12 *Limitações dos documentos contabilísticos* 132
Apêndice 4.1 – Balanço 139
Apêndice 4.2 – Demonstração dos resultados por naturezas 140
Apêndice 4.3 – Demonstração dos resultados por funções 141
Apêndice 4.4 – Demonstração dos fluxos de caixa 142
Apêndice 4.5 – Demonstração das alterações no capital próprio 143

5. Preparação do Balanço para Análise Financeira 145
5.1 As perspetivas patrimonial, contabilística e financeira do balanço 145
5.2 O balanço funcional e os ciclos financeiros da empresa . 149
Ciclo de investimento 149
Ciclo de exploração 149
Ciclo das operações financeiras 150
5.3 Do balanço contabilístico ao balanço funcional 153
Ativo fixo 155

Necessidades cíclicas 157
Tesouraria ativa 161
Capital próprio 162
Capital alheio estável 164
Recursos cíclicos 165
Tesouraria passiva 166
5.4 Conclusão 168

6. Preparação da Demonstração dos Resultados para Análise Financeira 171
6.1 A questão dos resultados extraordinários 172
6.2 A questão dos ganhos com investimentos não afetos à exploração 176
6.3 O apuramento do valor acrescentado bruto (VAB) 177
6.4 Os custos e o volume de atividade 182
6.5 Métodos para estimar os custos face ao volume de atividade 187
A estimativa de custos pela contabilidade analítica a custeio variável 187
A estimativa de custos pela análise de regressão 187
A estimativa de custos pelo método máximo-mínimo 193
A estimativa de custos pelo método gráfico 196
A estimativa de custos pelo método subjetivo 196
6.6 Conclusão 198

7. Preparação dos Fluxos de Caixa para Análise Financeira 201
7.1 A noção de fluxo de caixa 201
7.2 Conceitos fundamentais para a análise dos fluxos de caixa 204
Os tipos de decisão económico-financeira 204
Complementaridade da informação contabilística 204
Crítica à demonstração dos fluxos de caixa normalizada . . 206
7.3 Conceção do mapa de fluxos de caixa para análise financeira 208

8. Método dos Rácios: Técnica-Base da Análise Financeira . . . 213
8.1 Tipos de rácios . . . 214
8.2 Definição de alguns rácios . . . 217
8.3 Bases de comparação dos rácios . . . 218
8.4 Limitações dos rácios . . . 221

PARTE III – SOLIDEZ FINANCEIRA E EQUILÍBRIO FINANCEIRO

9. Qualidade dos Resultados e da Informação Financeira . . . 225
9.1 Qualidade dos dados económico-financeiros e meio ambiente . . . 228
9.2 Qualidade dos dados económico-financeiros e setor de atividade . . . 228
9.3 Qualidade dos dados económico-financeiros e aspetos de gestão da empresa . . . 228
9.4 Rendibilidade, qualidade dos dados económico-financeiros e preços de mercado . . . 229
9.5 Qualidade dos dados económico-financeiros e sinais de perigo . . . 230
9.6 Utilidade do instrumento: qualidade dos resultados . . . 233

10. Estrutura do Balanço . . . 235
10.1 Estrutura do ativo . . . 237
10.2 Estrutura de financiamento . . . 241
Estrutura dos recursos financeiros . . . 241
Estrutura de capitais . . . 244
10.3 Estrutura financeira . . . 247
10.4 Solvabilidade . . . 249
10.5 Perspetiva tradicional de análise da liquidez . . . 249
Liquidez geral e fundo de maneio . . . 251
Rácios de liquidez . . . 252
Crítica à tradicional análise da liquidez . . . 254

11. Equilíbrio Financeiro . . . 257
11.1 Fundo de maneio . . . 258
11.2 Necessidades em fundo de maneio (NFM) . . . 259

11.3 Tesouraria líquida 264
11.4 Situações financeiras típicas 267
11.5 Estudo de um caso 270
11.6 O princípio do equilíbrio financeiro mínimo 273
11.7 Estratégias de financiamento 276
Estratégia ortodoxa 277
Estratégia defensiva 278
Estratégia agressiva 279
Estratégia arriscada 281
11.8 *Benchmarking* da tesouraria líquida 282
11.9 O caso da indústria transformadora 287
11.10 Conclusão sobre o equilíbrio financeiro 289

12. Análise do Equilíbrio e Solidez dos Fluxos de Caixa 293
12.1 A informação adicional prestada pelo fluxo de caixa 296
12.2 Construção do mapa dos fluxos de caixa para análise financeira 299
Fluxos de caixa operacional 301
Fluxos compulsivos e eventuais 309
Fluxos de decisões estratégicas 310
Fluxos de financiamento de curto prazo 313
12.3 Rácios baseados nos fluxos de caixa 314
Rácios de capacidade de reembolso e de endividamento . . . 315
Rácios de qualidade dos fluxos 317
Rácios de financiamento do investimento 317
Rácios de desempenho de fluxos 318
Análise da política de investimentos 319
12.4 Contributo dos fluxos de caixa para a análise financeira previsional 319
12.5 Conclusão 323

PARTE IV – EFICIÊNCIA E RENDIBILIDADE

13. Análise da Eficiência e Gestão do Ciclo Financeiro de Exploração 327
13.1 Rácios de funcionamento 327

13.2 O ciclo financeiro de exploração 331
13.3 Análise das necessidades cíclicas da exploração 333
13.4 Análise dos recursos cíclicos da exploração 337

14. Análise Vertical e Horizontal da Demonstração de Resultados 341
14.1 Análise da estrutura de custos 341
14.2 Análise temporal 344
14.3 Rácios de rendibilidade das vendas 346

15. Análise da Rendibilidade dos Capitais Investidos 349
15.1 Rácios de rendibilidade dos capitais 350
15.2 A rendibilidade dos capitais investidos 353
15.3 Decomposição da Rendibilidade dos Capitais Investidos 359
15.4 A produtividade do pessoal 364
15.5 Teoria das alavancas e vantagens competitivas 365

16. Análise Integrada da Rendibilidade do Capital Próprio 369
16.1 Modelo multiplicativo de alavanca financeira 369
16.2 Modelo aditivo de alavanca financeira 374
16.3 Estrutura de capital e rendibilidade dos capitais próprios 379
16.4 Impacto das estratégias de financiamento na rendibilidade dos capitais próprios 383
Estratégia defensiva 384
Estratégia ortodoxa 385
Estratégia agressiva 386
Estratégia arriscada 387
Comparação do risco e rendibilidade das estratégias de financiamento 388
16.5 Rácios de performance baseados no mercado 389
16.6 Conclusão 396

PARTE V – RISCO

17. Noções Fundamentais de Risco para Analistas Financeiros 401
17.1 Noção de risco e medidas estatísticas 401
17.2 Efeito da diversificação sobre o risco 403
17.3 Comportamentos e tipos de risco 405
Comportamentos face ao risco 405
A ótica de mercado: risco específico e risco de mercado 406
Efeito da diversificação sobre o valor da empresa 407
A ótica contabilística: risco operacional, risco financeiro e risco não corrente 408
17.4 Técnicas da análise financeira na apreciação do risco . . . 410
Baseadas em simples análise de indicadores 410
Baseadas na combinação sistematizada de indicadores . . . 410
Baseadas nas informações de mercado 411
Baseadas nas demonstrações financeiras mas com metodologias de mercado 411
Apêndice 17.1 – Breve formulário estatístico 412

18. Análise do Risco Operacional e Financeiro 415
18.1 Graus de alavanca operacional e financeira 415
O grau de alavanca operacional 418
O g*rau de alavanca financeira* 420
O efeito do endividamento no risco financeiro 422
18.2 O grau combinado de alavanca e a análise do risco 427
18.3 Ponto crítico e margem de segurança 429
O ponto crítico 429
A margem de segurança 429
18.4 Análise univariada do risco de insolvência 431
18.5 Rácios de alavanca financeira e risco 433
Apêndice 18.1 – Grau de alavanca operacional 436
Apêndice 18.2 – Grau de alavanca financeira 438
Apêndice 18.3 – Ponto crítico e margem de segurança 440

19. Análise do Risco e Custo do Capital Alheio. 443
19.1 Sistemas subjetivos de *scoring* (pontuação) 444
19.2 Aspetos fundamentais na conceção de um modelo de pontuação (*scoring*) 447
19.3 Sistemas empíricos de *scoring* (pontuação): análise multivariada 448
Análise discriminante 449
Análise discriminante aplicada a empresas em Portugal . . 458
Modelos não paramétricos 463
19.4 Modelos de inteligência artificial na análise do risco de crédito 464
19.5 Modelo de mercado baseado no *spread* da taxa de juro . . 469
19.6 Modelo com base nas taxas de mortalidade e migração do crédito 470
19.7 Modelo das opções na avaliação do risco de crédito 472
19.8 Sistemas de *rating* (notação) do risco de crédito 476
A metodologia e o processo de rating *nas empresas não financeiras*. 477
19.9 Custo do capital alheio 484
Apêndice 19.1 – *Modelo para empresas cotadas* 487
Apêndice 19.2 – *Modelo para empresas não cotadas* 488
Apêndice 19.3 – *Taxas de mortalidade do* rating *original das obrigações nos EUA* 489
Apêndice 19.4 – *Matriz de transição (probabilidades de migração)* 490
Apêndice 19.5 – *Estimativa do risco de crédito de uma obrigação BBB*. 490
Apêndice 19.6 – *Modelo de Merton – Avaliação do crédito* 491
Apêndice 19.7 – *Tabela de notação das principais agências internacionais de* rating. 493
Apêndice 19.8 – *Tabela de Notação da CPR para crédito de prazo médio e longo*. 494

20. Análise do Risco e Custo do Capital Próprio 495
20.1 O CAPM – Capital Asset Pricing Model 496
O CAPM e o modelo de mercado 497
A taxa de juro sem risco 502
A decomposição do risco de mercado através do CAPM . . . 504
Apreciação crítica do CAPM 508
20.2 O modelo de avaliação por arbitragem (MAA) 510
Apreciação crítica do MAA 512
20.3 Custo do capital próprio 512
20.4 O custo do capital sem endividamento 515
20.5 O custo médio de capital 516
Apêndice 20.1 – *Aplicação pedagógica do formulário do CAPM* 518
Apêndice 20.2 – *Dados para aplicação do modelo de mercado* 519
Apêndice 20.3 – *Aplicação gráfica do modelo de mercado em Excel* 520
Apêndice 20.4 – *Aplicação da regressão do modelo de mercado em Excel* 521

PARTE VI – CRESCIMENTO

21. Análise da Sustentabilidade do Crescimento 525
21.1 O tripé da sustentabilidade 525
21.2 Quando o crescimento é fonte de problemas para a gestão 526
21.3 Análise estratégica do crescimento 528
21.4 Tipos de crescimento 530
21.5 Política de financiamento do crescimento 535

22. A Taxa de Crescimento Sustentável 537
22.1 O modelo-base da taxa de crescimento sustentável 537
22.2 O modelo aditivo e multiplicativo do crescimento sustentável 544
Modelo aditivo 545
Modelo multiplicativo 547

22.3 Modelo de Higgins do crescimento sustentável 548
22.4 Estratégia para balancear o crescimento e a rendibilidade 551
22.5 Matriz do crescimento e liquidez expectável 553
22.6 Análise das fontes de variação do resultado líquido 557
22.7 Análise do crescimento sustentável pelos fluxos de caixa 558
22.8 Comentários críticos ao modelo da taxa de crescimento sustentável 561

PARTE VII – CRIAÇÃO DE VALOR

23. Dos Rácios Contabilísticos à Determinação do Valor Económico Criado 565
23.1 Alguns inconvenientes da rendibilidade do capital investido na análise da performance 566
23.2 Cálculo da taxa interna de rendibilidade efetiva 569
23.3 Cálculo do valor económico criado 573
23.4 Dados contabilísticos por contraposição aos fluxos de caixa 578
23.5 Risco, rendibilidade e criação de valor 579
Apêndice 23.1 – *Cálculo da TIRE por iteração* 581

24. O EVA e a Criação de Valor 583
24.1 *Market Value Added* 583
24.2 A noção de *Economic Value Added e Market Value Added* 585
24.3 *Market Value Added* 591
24.4 Matriz da criação de valor 592
24.5 Matriz financeira de orientação estratégica 593

25. Conclusão 597

Bibliografia 601

CAPÍTULO 1

A função financeira e a análise financeira

As atividades desenvolvidas numa organização traduzem-se em fluxos de entradas e saídas de dinheiro que é necessário equilibrar. Na realidade, os responsáveis financeiros de uma organização cuidam para que a corrente de fluxos de caixa se mantenha sem ruturas. A sua preocupação básica, considerando qualquer horizonte temporal, pode ser definida pela seguinte fórmula matemática:

Saldo no início do período + Entradas previstas no período ≥ Saídas previstas no período + Saldo desejado no final do período

Para que a expressão anterior seja verificável a médio e longo prazo, é forçoso que as entradas acumuladas sejam superiores às saídas acumuladas, ou seja:

Entradas previstas no período ≥ Saídas previstas no período

Estas regras de equilíbrio da tesouraria que têm um caráter primordial e constituem um verdadeiro imperativo para a saúde financeira de uma organização, estão intimamente associadas ao conceito de rendibilidade, na medida em que, para que seja possível este equilíbrio, as empresas necessitam de ter uma rendibilidade adequada para os capitais investidos na organização.

O objetivo deste capítulo consiste em fazer uma breve apresentação da função financeira, essencialmente através de dois aspetos:

- Em primeiro lugar faz-se uma exposição sintética das tarefas que têm sido atribuídas à função financeira e depois discute-se a sua atividade na prática, com vista a dar uma ideia do conteúdo e da evolução da disciplina;
- Em segundo lugar, trata-se a questão dos objetivos e limites da função financeira, de forma a dar uma noção mais ampla do âmbito das atividades que lhe podem ser atribuídas.

1.1 As tarefas da função financeira

A função financeira pode, em primeiro lugar, identificar-se com o papel do tesoureiro, ou seja, na função que consiste em efetuar os recebimentos e os pagamentos decorrentes do exercício das atividades da organização. As suas preocupações consistem na manutenção de um saldo de tesouraria que lhe permita assegurar o normal funcionamento da organização, na rapidez e segurança da cobrança das dívidas dos clientes e outros devedores da organização e no escalonamento adequado da liquidação dos débitos aos fornecedores, bancos e outros credores. Esta definição da função financeira limita-se àquilo que normalmente se designa nas empresas por «Gestão de Tesouraria».

Esta tarefa basilar da função financeira cedo veio a ser ampliada, surgindo então a noção tradicional da preocupação com as decisões de financiamento, ou seja, a recolha atempada e ao menor custo dos fundos que possibilitam o financiamento dos capitais necessários ao funcionamento e desenvolvimento da organização. O gestor financeiro passa, então, a assumir um papel mais ativo na gestão da empresa e são-lhe atribuídas algumas responsabilidades que excedem o campo restrito das decisões financeiras correntes. Com efeito, às preocupações atrás descritas passa a acrescentar-se a seleção das fontes de financiamento, a qual deve atender a critérios que se prendem com os objetivos de rendibilidade e de equilíbrio financeiro, que voltará a ser referido mais adiante.

Esta conceção tradicional da função financeira tem vindo a ser gradualmente acrescida de novos elementos, de novas atribuições, chegando-se assim à gestão financeira contemporânea com tarefas relacionadas com aspetos de caráter predominantemente económico, passando a caber a esta função a análise e o controlo da rendibilidade

previsional e das aplicações de fundos, a análise das decisões de investimento, a participação do plano de negócios da empresa, etc. Surge assim a figura do *controller* cuja atuação está intimamente ligada ao controlo da performance.

A gestão financeira contemporânea engloba, assim, um conjunto de tarefas que podem sintetizar-se no seguinte esquema:

Quadro 1.1 – As funções principais da gestão financeira

<table>
<tr><td colspan="4">Gestão Financeira</td></tr>
<tr><td colspan="2">Gestão financeira estratégica</td><td colspan="2">Gestão financeira corrente</td></tr>
<tr><td>Ativos
não correntes</td><td>Capital próprio
Dividendos
Passivo não corrente</td><td>Ativos
correntes</td><td>Passivos
correntes</td></tr>
<tr><td colspan="2">Avaliação e gestão da performance estratégica</td><td colspan="2">Planeamento e controlo da gestão corrente</td></tr>
</table>

A gestão financeira estratégica, em certa medida, não é mais do que uma extensão da conceção tradicional da função financeira centrada sobre as fontes de financiamento, as formas de aplicação do capital, o seu planeamento e o controlo da rendibilidade do capital investido. A estratégia financeira assenta sobretudo nos seguintes aspetos:

- Uma política de investimentos assente sobre a missão e a estratégia da empresa, centrada na criação de valor para os sócios/acionistas e, por isso, tendo em consideração a rendibilidade e os riscos potenciais associados às decisões de investimento. Este tipo de decisões envolve um horizonte temporal alargado e implica um dispêndio de fundos no presente em troca de um potencial de fluxos de caixa futuros.
- A política de financiamento visa, principalmente, proporcionar à empresa os fundos de que esta necessita, em função da sua política de investimento e de desenvolvimento. Tem em consideração, por isso, os riscos associados ao negócio, a estrutura de capital da empresa, os riscos financeiros, a situação do mercado financeiro, etc., e, consequentemente, decidir sobre as fontes de

financiamento mais adequadas, nomeadamente, capitais próprios, capitais alheios de médio e longo prazo ou capitais alheios de curto prazo.

- A política de dividendos, que tem que ver com a distribuição de resultados, dedica-se ao estudo da melhor forma de afetar a riqueza adquirida pela empresa entre a retenção para reservas e o pagamento de dividendos aos sócios/acionistas, atendendo às condições e restrições legais e fiscais a que a mesma e os detentores do seu capital estão sujeitos.
- Note-se que o documento fundamental da gestão financeira estratégica é o plano financeiro, que é a tradução do plano estratégico ou plano de negócios da empresa, em entradas e saídas de fundos, com vista ao teste global do equilíbrio financeiro previsional a longo prazo (saldo inicial + entradas do período – saídas do período ≥ saldo final desejado).
- Ainda no campo estratégico interessa assegurar o acompanhamento e controlo dos resultados e dos planos de ação, função tipicamente destinada ao *controller*.

A gestão de tesouraria é, como o próprio nome indica, um prolongamento das tarefas originais da função financeira – papel do tesoureiro –, em relação à qual se destaca:

- A gestão dos ativos correntes, que compreende, para além da já referida gestão de caixa e equivalentes, a gestão ou controlo do crédito concedido aos clientes, o controlo financeiro dos inventários de existências e a aplicação dos excedentes temporários de tesouraria (v.g., depósitos a prazo e outras aplicações a curto prazo).
- A gestão do passivo corrente, que engloba a gestão das relações financeiras com os fornecedores e restantes devedores correntes (v.g., Estado e outros entes públicos), assim como a cobertura dos défices temporários de tesouraria (v.g., pelo recurso ao crédito bancário).
- O documento central da gestão financeira corrente é o Orçamento de Tesouraria, que não é mais do que a tradução do orçamento global da empresa em termos de recebimentos e pagamentos previsionais, com vista ao teste do equilíbrio da tesouraria no curto

prazo (saldo inicial + recebimentos do período – pagamentos do período ≥ saldo final desejado).

- Outro papel importante no curto prazo é o acompanhamento e o controlo da execução orçamental, função tipicamente atribuída ao *controller*.

Com o evoluir do tempo, certas problemáticas inerentes ou relacionadas com as finanças da empresa foram-se desenvolvendo e, por razões de natureza técnica, científica e/ou pedagógica, vieram a adquirir um estatuto autónomo.

Em primeiro lugar, convirá distinguir a este respeito o papel da Análise Financeira, que, a partir do exame dos documentos contabilísticos financeiros históricos (Balanços, Demonstrações de Resultados e Demonstrações de Fluxos de Caixa), procura examinar a evolução da situação financeira e da rendibilidade da empresa, com vista a detetar tendências futuras e a dar recomendações sintonizadas com a estratégia da organização. Embora esta disciplina possa parecer que é mais destinada a observadores externos, como os sócios/acionistas, investidores, credores, clientes, Estado, etc., as mesmas técnicas são aplicadas no seio da própria empresa, mas integradas numa conceção mais vasta, a do Planeamento e Controlo de Gestão, para o qual não importa só testar, mas, fundamentalmente, diagnosticar e propor planos de ação, tendo, por isso, uma ótica de recomendações de ações para a administração/gerência. Daí que a função de analista financeiro se possa classificar como «analista financeiro interno» e «analista financeiro externo».

Em segundo lugar, a internacionalização das empresas e dos mercados financeiros também não poupou a função financeira da empresa, tendo aparecido, então, a disciplina das Finanças Internacionais, que se preocupa com os problemas relacionados com os câmbios, a exposição ao risco cambial, os meios de pagamento e financiamento internacionais, assim como as decisões de investimento no estrangeiro e o controlo da sua rendibilidade.

Refira-se ainda que a generalizada expansão do recurso ao Mercado de Capitais no financiamento das necessidades de fundos nas economias ocidentais deu origem ao desenvolvimento de inúmeros estudos inerentes ao funcionamento desses mercados e aos títulos que neles se

transacionam, visando propor aos investidores algumas regras para a seleção e gestão da sua carteira de valores mobiliários.

Por último, a volatilidade dos mercados (de câmbio, preços de mercadorias, taxas de juro, ações, etc.) levou ao desenvolvimento da análise e gestão dos riscos financeiros e ao desenvolvimento dos produtos financeiros derivados, nomeadamente, opções, futuros, *forwards* e *swaps*.

1.2 A função financeira na prática

A banca tem desenvolvido um conjunto de instrumentos financeiros cada vez mais sofisticados que pretende vender aos diretores financeiros. A adoção de estruturas financeiras complexas, algumas das quais *off-balance* (fora de balanço) por não terem enquadramento contabilístico adequado na altura em que foram realizadas, conduziram mesmo à falência ou quase falência dessas empresas e mesmo desses bancos. A crise bancária surgida em 2008 é o reflexo dessa sofisticação do mercado financeiro. Os gestores financeiros vivem um ambiente cada vez mais complexo nos domínios legislativo, fiscal, contabilístico, sendo muitas vezes um desafio à inteligência. Por todo o lado, clama-se por desregulamentação para desburocratizar as organizações, mas, por outro lado, cada vez se assiste a uma maior regulamentação determinada pelos poderes públicos.

A direção financeira tende a viver praticamente em autarcia, assegurando todas as atividades financeiras da empresa – operações complexas de engenharia financeira, aumentos de capital, aquisições e fusões, planeamento financeiro, controlo financeiro, etc. O diretor financeiro pode tornar-se o gestor de um centro de resultados, contribuindo ativamente para o volume de negócios e a rendibilidade da empresa, e deve estar equipado com sistemas de informação ligados às várias praças financeiras internacionais e às empresas do seu grupo. A gestão da informação é o essencial da sua tarefa, cabendo-lhe fundamentalmente os problemas de estratégia e política financeira, mais do que os problemas de índole técnica.

Num universo onde os recursos financeiros se mantêm escassos e onerosos, é pouco provável que o diretor financeiro se atole nos pormenores dos mercados financeiros, tendo o diretor do departamento

de mercados para lidar com esses problemas. Os produtos financeiros são cada vez mais personalizados e nem sempre têm mercado secundário. Esta situação tem conduzido a um grande desenvolvimento da engenharia financeira. Os maiores grupos empresariais desenvolvem as suas próprias redes de «distribuição financeira», uma espécie de «supermercados financeiros», fazendo de algum modo a desintermediação financeira. Do mesmo modo que os mercados financeiros se institucionalizaram, também se desenvolveram circuitos paralelos como resposta à procura de novos instrumentos financeiros e à adaptação ao meio ambiente económico e social.

Os mercados financeiros tradicionais continuam, no entanto, a ser a fonte primária do financiamento das empresas, sobretudo das PME, num relacionamento cada vez mais estreito com a evolução das novas tecnologias de informação.

A informática já deixou de ter segredos para o diretor financeiro. Ligado às diversas praças financeiras, acompanha a evolução dos mercados de câmbios, pesquisa oportunidades de financiamento e de aplicações de fundos a curto prazo. Relativamente a esta problemática do sistema de informação, uma das prioridades da direção financeira é melhorar a produtividade dos sistemas de informação, evoluindo para a utilização de sistemas de apoio à decisão.

As decisões financeiras são cada vez mais centralizadas no seio dos grupos, passando a direção financeira a ser um centro de lucro e a atuar como um banco dentro do próprio grupo. Cabe-lhe a ela escolher a carteira de produtos financeiros, o lançamento e emissão de ações e obrigações. Em suma, os financiamentos mais adequados ao prosseguimento da estratégia da empresa, seja ela fundamentada no crescimento orgânico ou no crescimento externo por via de fusões e aquisições.

Para definir as necessidades de capitais e os instrumentos adequados a esse financiamento, há o responsável pelo departamento de planeamento financeiro, ou, se em simultâneo tiver de supervisionar a contabilidade e o controlo de gestão, o departamento de planeamento e controlo de gestão. A importância deste departamento numa perspetiva de gestão geral é tal que tem vindo a autonomizar-se da direção financeira, ficando na dependência direta da Administração, preferencialmente como órgão de *staff*.

Ao deixar a gestão da informação financeira e o controlo quotidiano das finanças para os seus adjuntos, o diretor financeiro pode consagrar-se essencialmente à formulação estratégica e aos planos de financiamento dessa estratégia, em constante diálogo com o Conselho de Administração e os Diretores Operacionais, desempenhando um papel importante na definição da política estratégica e operacional da empresa. Desempenha também papel crucial nas fusões e aquisições em que o grupo participa, assumindo a responsabilidade pelas avaliações e todo o processo de *due-diligence*, tendo papel importante no processo de negociação e na integração das empresas pós-aquisição.

1.3 Objetivos e limites da função financeira

Após a apresentação das variadas tarefas, normalmente atribuídas e perspetivadas para a função financeira, torna-se importante, desde já, uma visão unificadora daquelas atividades, sendo conveniente, para o efeito, abordar a questão do objetivo principal daquela área funcional, o que necessariamente nos conduzirá a reconhecer, em seguida, os seus limites.

A teoria financeira é uma aplicação da teoria microeconómica da empresa, cujo objetivo é tipicamente apresentado pela **maximização do lucro**. Acontece, porém, que o conceito de lucro não é, nem muito operacional, nem tão-pouco relevante para uma disciplina que se preocupa essencialmente com os fluxos de caixa. Assim, aquele princípio foi, na teoria financeira, substituído pelo **da maximização do valor para os sócios/acionistas**, que deve ser entendido como o valor atual dos fluxos de caixa que, no futuro, a empresa poderá vir a conferir aos titulares do seu capital. A expressão «valor atual» tem, por sua vez, o significado de um capital, disponível hoje, que é rigorosamente equivalente ao recebimento de uma série de fluxos no futuro. Corresponde, no fundo, ao valor atual líquido.

A consagrada referência ao valor para os acionistas não é, contudo, ainda suficientemente geral, uma vez que se refere exclusivamente a uma forma de sociedade comercial, pelo que parece mais ajustado em português usar a expressão **maximização do valor da empresa**, o que,

no fundo, não é mais do que a extensão do aludido objetivo a toda e qualquer forma jurídica assumida pela empresa e ao estatuto inerente dos titulares do seu capital.

O enunciado do princípio de maximização do valor da empresa como objetivo da função financeira é claramente posto em causa pela necessidade de compatibilização dos vários interesses que confluem na empresa (os chamados *stakeholders*) e pelo princípio da racionalidade limitada[1], de que as pessoas tomam decisões racionais apenas em relação aos aspetos da situação que conseguem perceber e interpretar. Passou, assim, a definir-se como objetivo da gestão e da função financeira «a criação de valor para o acionista» ou, preferencialmente, «a criação de valor».

Em primeiro lugar, aquele conceito implica o exame dos efeitos financeiros das decisões tomadas na empresa em duas vertentes complementares: a da rendibilidade e a do risco. A rendibilidade exprime a capacidade de uma empresa para gerar lucros, ou melhor (e numa ótica exclusivamente financeira), a aptidão para gerar uma série de fluxos de caixa com saldos positivos. O risco reflete a variabilidade potencial dessa série de fluxos de caixa. O valor da empresa concilia estas duas perspetivas, ao sugerir que o valor atual da série de fluxos de caixa seja calculado por recorrência a uma taxa de custo de oportunidade do capital, que é precisamente ajustada ao nível de risco desses fluxos de caixa.

Por último, acrescente-se que, numa análise financeira, é mais cómodo utilizar o binómio rendibilidade/equilíbrio financeiro, em vez do seu equivalente moderno (rendibilidade/risco) ou valor de empresa. Trata-se, em boa verdade, de uma simplificação, uma vez que a análise do equilíbrio financeiro é uma componente de análise do risco da empresa, sendo, sem dúvida, a componente mais bem estudada e mais vulgarizada daquela vasta problemática.

A ótica do valor criado para o acionista começou a surgir com maior acuidade nos anos 80, sendo Rappaport um dos seus grandes divulgadores, seguido de Copeland, e, nos anos 90, a Stern Stewart

---

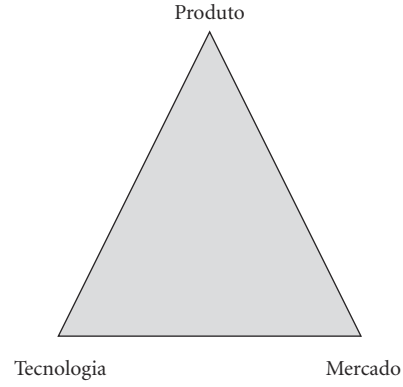
[1] De referir que este mais não é do que uma versão comercial do conceito *Residual Income*, introduzido por Robert Anthony, da Harvard Business School, na 1.ª edição do livro *Management Control Systems*, em 1965.

& Co. globaliza esta noção através do EVA (Economic Value Added)[2]. Muitas empresas enveredaram pela Gestão Baseada no Valor (Value Based Management). Isto significa que muitas empresas passaram a fundamentar as suas decisões de gestão e a basear os seus sistemas de incentivos no valor criado pela empresa para os seus sócios/acionistas.

Feita esta primeira e sumária análise do objetivo da função financeira, importa chamar a atenção para os limites que se reconhecem à ótica financeira na gestão das empresas, os quais devem funcionar como uma advertência útil a quem se disponha a visualizar a empresa exclusivamente através desta perspetiva.

As finanças oferecem uma pretensa universalidade, pois proporcionam uma unidade de medida – o dinheiro – comum aos factos e aos efeitos das decisões tomadas na empresa. No entanto, a natureza dos problemas não se resume nunca a aspetos exclusivamente financeiros, nem o corpo teórico das finanças permite o seu diagnóstico completo. A fonte de criação do valor da empresa não é a sua situação financeira, mas sim a sua vantagem competitiva que pode ser analisada, por exemplo, através do trinómio tecnologia/mercado/produto.

Figura 1.1 – Determinantes das vantagens competitivas



[2] Simon, H. A. (1950), *Administrative Behavior*, Nova Iorque, The MacMillan Company.

A rendibilidade é um imperativo necessário a qualquer empresa que pretenda viver numa economia de mercado. O equilíbrio financeiro é uma condição necessária (leia-se indispensável), mas não suficiente à sobrevivência e desenvolvimento da empresa.

Uma empresa é uma organização, um sistema aberto, animada pelos seus órgãos internos e cuja razão de existência (missão) se fundamenta no seu meio envolvente. Como se sabe, a palavra «maximização» não se adequa ao comportamento das decisões organizacionais, bem pelo contrário, o princípio da «racionalidade limitada» descreve melhor a realidade empresarial. Em boa verdade, o gestor tem uma importante tarefa negocial a desempenhar junto das «clientelas» internas e externas da organização. Ora, à função financeira cabe apenas a representação (e defesa) dos interesses de algumas dessas clientelas: titulares do capital e principais credores. Ao gestor compete mais a satisfação dessas várias fações do que, propriamente, a maximização da riqueza dos acionistas. No entanto, sublinhe-se que a recente tendência para reconhecer uma responsabilidade social e uma importante componente política à atuação dos responsáveis e das empresas que lideram, não resulta de nenhuma atitude filantrópica, pois tem na sua base alguma motivação económica.

Por último, será de lembrar que os resultados da aplicação dos métodos e técnicas propostos pela teoria financeira são tão bons quanto a qualidade e a fiabilidade da informação utilizada, das previsões e dos pressupostos em que se baseiam.

1.4 Papel da análise financeira na gestão

Compete à análise financeira a apreciação crítica dos objetivos da função financeira. Deve, assim, a análise financeira concluir se uma empresa tem ou não criado valor para os seus acionistas numa análise histórica, ou numa análise previsional (e.g., do plano estratégico) se é estimada a criação de valor. Deve, então, explicar as razões que levam, ou levaram naquela situação, à criação ou não criação de valor. Só dessa forma pode contribuir para as orientações estratégicas futuras da empresa.

Os analistas financeiros, numa primeira fase dedicam-se a analisar a existência ou não das condições de equilíbrio financeiro e à

quantificação e análise da rendibilidade dos capitais totais investidos e da rendibilidade dos capitais próprios. Para a noção de valor, é necessário considerar a noção de rendibilidade dos capitais investidos adequada ao risco e ao custo do capital da empresa.

Este livro, desde a sua origem em 1987 e, posteriormente, o livro *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica*[3] desta mesma editora, contribuíram decisivamente para que a análise financeira evoluísse decididamente em diversos aspetos, nomeadamente:

- Criámos o balanço funcional e a análise do equilíbrio financeiro por o que designámos de Tesouraria Líquida, usando os conceitos de Fundo de Maneio e Necessidades em Fundo de Maneio.
- Em vez de usarmos a métrica convencional de rendibilidade do ativo, sugerimos a noção de ativo económico, e hoje usamos o capital investido.
- Decididamente insistimos na importância dos fluxos de caixa e eles vieram a ser considerados uma das demonstrações de publicação obrigatória.
- Relevámos a importância do valor de mercado, que veio agora com as normas internacionais de contabilidade a ser um padrão adotado no reporte financeiro.
- Demos importância à noção do valor criado para o acionista e é hoje também uma referência na generalidade dos relatórios dos Conselhos de Administração, na sua apresentação de contas aos acionistas.
- Salientamos a importância de métricas não financeiras no livro *Controlo de Gestão: Ao Serviço da Estratégia e dos Gestores*[4] em 1989 e o *Balanced Scorecard* e outros sistemas internos de avaliação da performance vão sendo cada vez mais adotados pelas empresas.

---

[3] Em 2000 decidimos cindir o livro *Análise Financeira* em dois. O volume I, cujo subtítulo é «Técnicas Fundamentais», dedicou-se exclusivamente à análise das demonstrações financeiras através de rácios e o volume II, como o subtítulo indica, «Avaliação do desempenho baseado no valor», dedicou-se à questão do valor. Considerando o interesse de uma perspetiva de análise de todos os *stakeholders*, em 2005 decidimos transformar e autonomizar o volume II, transformando-se assim no que é hoje o livro *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (Texto Editores).

[4] Jordan, H., Carvalho das Neves, J. e Azevedo Rodrigues, J. (1989), *Controlo de Gestão: Ao serviço da estratégia e dos gestores*, 1.ª ed., Lisboa, CIFAG.