

RESERVADO

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA

I. S. E. C.	
Biblioteca	
DE	36256
1604-G	

HG 4026.F45 1988

"OVERTRADING" NA GESTÃO EMPRESARIAL

POR

JOSE AUGUSTO DE JESUS FELICIO

Dissertação para a obtenção do
Grau de MESTRE em GESTÃO no
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA

LISBOA

1988

G. 8354/G. 8352

A minha mulher
e às minhas filhas
Joana, Teresa e Madalena
pelo tempo que não lhes dediquei.

PROEMIO

Do termo OVERTRADING ressalta, de imediato, a ideia de doença em progressão com uma certa gravidade, necessitando de uma terapêutica de intervenção, em virtude das grandes dificuldades de tesouraria existentes e que conduzem em muitos casos ao incumprimento.

As dificuldades resultantes da insuficiência dos capitais permanentes para fazer face à expansão acelerada da actividade e ao crescimento das estruturas poderão não atingir o estado limite de ruptura. Mesmo assim, há empresários que persistem na expansão rápida, a qual, por arrastamento, na maioria dos casos exige o recurso ao endividamento. Muitos acabam por têr êxito, catapultando a empresa para uma outra dimensão.

Na prática, verifica-se serem poucas as empresas que alguma vez não passaram por um processo de crescimento acelerado, o qual, em regra, uma vez desactivado permite que os fluxos financeiros estabilizem gradualmente com o recurso, muitas vezes, a medidas de terapêutica financeira.

Ora, a questão central prende-se com o facto de saber até que ponto o OVERTRADING poderá ou não consubstanciar uma estratégia de desenvolvimento, assumida como um risco estratégico dentro de condições pré-estabelecidas, permitindo que a empresa num determinado período de tempo possa evoluir, aproveitando do efeito homeostático, obtendo mais poder económico, financeiro e mais capacidade competitiva.

Em sentido diametralmente oposto, pode haver conveniência em proceder a uma redução acelerada do volume de actividade. Em regra, conjugam-se dois tipos de consequências, num período que se pretende limitado; por um lado, na rendibilidade por as estruturas não se adaptarem ao mesmo ritmo de concentração da actividade; por outro, nos fluxos de tesouraria devido aos desajustamentos. É o efeito UNDERTRANDIG.

São reflexões que nos propomos desenvolver, com relevo especial para o efeito OVERTRANDIG como integrante duma estratégia empresarial.

Utilizam-se ao longo do trabalho termos anglo-saxónicos, por não se encontrarem outros mais adequados em língua portuguesa, muito embora o esforço feito para os evitar.

Quanto à bibliografia procedemos a buscas em múltiplas fontes, nomeadamente, em bases de dados internacionais, mas encontraram-se poucos artigos de referência. Foi um embaraço que, aquando da apresentação do plano de trabalho, não admitia.

Alertamos para o facto de não termos a pretensão de fazer trabalho acabado, mas sim de desenvolver esforços orientados no sentido de apresentar uma introdução sistematizada sobre um tema pouco tratado, porventura polémico, resultante de conhecimento prático acumulado na nossa experiência profissional ao longo dos anos.

PLANO DA DISSERTAÇÃO

OVERTRADING NA GESTÃO EMPRESARIAL

I. EFEITO OVERTRADING

1. INTRODUÇÃO
2. DEFINIÇÃO
3. SINTOMAS E CONSEQUÊNCIAS

II. FACTORES ECONÓMICO-FINANCEIROS E REQUISITOS DE GESTÃO

1. TESOURARIA E LIQUIDEZ
2. EFEITOS SOBRE A TESOURARIA
3. ESTRUTURA FINANCEIRA
4. GESTÃO EMPRESARIAL

III. OVERTRADING E DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL

1. INTRODUÇÃO
2. CRESCIMENTO COMO OPÇÃO ESTRATÉGICA
3. A GESTÃO DA EXPANSÃO
4. **UNDERTRADING**

IV. UMA APLICAÇÃO SIMULADA

1. INTRODUÇÃO
2. AS CONDIÇÕES DO MODELO
3. HIPÓTESES DE TRABALHO
4. COMENTÁRIOS

V. CONCLUSÕES

1. EXPERIÊNCIAS COLHIDAS DA ACTIVIDADE PROFISSIONAL
2. CONTRIBUTOS PARA A GESTÃO
3. SÚMULA

1. EFEITO OVERTRADING

1 - INTRODUÇÃO

O desenvolvimento de qualquer actividade exige conhecimentos e o domínio das técnicas para uma adequada utilização dos recursos disponíveis, sejam eles humanos (1), materiais, tecnológicos ou financeiros.

A gestão (2) procura otimizar a aplicação conjugada dos recursos, naturalmente limitados, por forma a obter produtos ou serviços de qualidade ao mais baixo custo.

Ao mesmo tempo, visa dar respostas adequadas às necessidades dos utilizadores, utentes ou consumidores (3), a um preço que per-

(1) Homens como recursos é uma classificação contestada. O desenvolvimento das actividades visa promover o bem estar das sociedades, nas quais os homens são os beneficiários e, ao mesmo tempo, os agentes impulsionadores. Contudo, inseridos numa organização, têm de sujeitar-se a normas ajustando os seus comportamentos com respeito pelos objectivos da organização. FERREIRA, Rogério Fernandes, LIÇÕES DE GESTÃO FINANCEIRA, Coimbra, Liv. Arnado, 1985, Vol. I, pág. 19 e 22.

(2) A gestão tem como objectivos obter resultados, garantir a segurança, minimizar o risco global e promover o desenvolvimento.

(3) Utilizadores, são os que aproveitam e servem com utilidade; utentes, os que usam, no sentido de ter por costume; consumidores, os que gastam e que fazem desaparecer pelo uso, in Dicionário Enciclopédico Luso-Brasileiro, Porto, Lello Universal, 1986 e Dicionário de Português, Porto Editora, 4ª edição.

mita obter uma margem de ganho (4) suficientemente atraente, para garantir o crescimento e o desenvolvimento da empresa.

Sabemos que existem limitações de recursos, sobretudo, "recursos" humanos (5) e financeiros, dependendo as unidades empresariais ou instituições, hoje e cada vez mais no futuro, da qualidade da organização, dos conhecimentos acumulados e dos gestores.

O êxito empresarial (6) passou a estar intrinsecamente ligado à EQUIPA DE PESSOAS, suporte da organização como sistema (7), para o qual a capacidade para motivar, mobilizar e liderar grupos, aliada ao saber planejar e consumir estratégias, se tornaram motores do desenvolvimento (8) por necessidade de defender a competitividade e de responder aos diversos interesses que catalizam.

(4) Referimo-nos à margem bruta da actividade, base da formação dos meios libertos líquidos necessários ao desenvolvimento e crescimento da empresa.

(5) Salientamos que a empresa do futuro terá como eixos propulsores os conhecimentos, a criatividade e iniciativa das pessoas, a organização e a tecnologia, conquanto a organização e a tecnologia estejam intrinsecamente dependentes das pessoas.

(6) DRUCKER, Peter F., INOVAÇÃO E GESTÃO, Lisboa, Editorial Presença, 1986, p.209.

(7) Com o sentido amplo de empresa ou qualquer instituição.

(8) GENEEN, Harold, ALTA DIRECCION, Barcelona, Ediciones Grijalbo, 1986, p.113-130.

Porém, os recursos materiais e tecnológicos dependem da possibilidade de dispor de recursos financeiros próprios ou alheios. São recursos financeiros próprios os capitais correspondentes à participação dos sócios ou accionistas nas sociedades, os provenientes dos resultados retidos e as reservas constituídas, são alheios os restantes recursos financeiros.

Esta diferenciação é fundamental devido ao reflexo sobre a rendibilidade da empresa resultante da forma como estes recursos são retribuídos. Enquanto a remuneração dos capitais próprios, sob a forma de dividendos, está dependente da rendibilidade, os juros dos empréstimos reflectem-se através da exploração, uma vez que constituem um custo certo para a empresa, independentemente do resultado (9).

Isto conduz-nos ao conhecido efeito financeiro de alavanca (10) relacionando a rendibilidade com o endividamento, induzindo uma preocupação de fundo, a de saber qual a estrutura dos capitais permanentes adequados, por forma a assegurar o crescimento e o desenvolvimento, salvaguardando a solvibilidade (11) e a remuneração dos capitais próprios. Esta depende dos resultados lí-

(9) O resultado de exploração negativo é o limite a evitar.

(10) O efeito de alavanca é utilizado com vista a aumentar a rendibilidade do capital próprio através da conjugação com o endividamento.

(11) Trata-se de um indicador relevante sobre a estrutura financeira, obtido da relação dos capitais próprios com o passivo total.

quidos, enquanto que os capitais alheios são remunerados de forma independente destes e dependente daquela. Contudo, o endividamento acarreta maior risco financeiro até ao incumprimento para com os credores.

Se a empresa não obtém resultados ou se, por outro lado, os meios libertos líquidos não forem adequados à expansão acelerada da actividade a tesouraria ressentir-se, na medida das dificuldades de liquidez (12). Os credores, ao terem esta percepção, dificultam o acesso aos financiamentos por capitais alheios com condições mais exigentes, até ao ponto de serem recusados por não oferecerem garantias do pagamento dos juros e do reembolso do capital mutuado nos prazos acordados.

A tesouraria, ao tornar-se crescentemente deficitária, mais se agrava nas datas de reembolso, o que significa que, ao nível dos fluxos financeiros, a empresa perdeu a capacidade para responder às suas obrigações, uma vez que a velocidade com que liberta fundos não é suficiente para cumprir com as suas obrigações. Isto pode acontecer conjunturalmente, e, neste caso, em regra, recorre-se às instituições financeiras.

Entramos no ciclo do endividamento permanente, com efeitos directos na rendibilidade e nos fluxos financeiros, susceptíveis de comprometer a autonomia financeira e a vida da empresa. Contudo, as dificuldades de tesouraria também podem ser provenientes dos investimentos efectuados, sem que tivesse havido o cui -

(12) Liquidez é um conceito desenvolvido no Capítulo II, ponto 1. Por ser usada com diferentes sentidos, dificulta, por vezes, a interpretação dos fenómenos.

dado de adequar as fontes de financiamento. Referimo-nos aos investimentos financeiros e em activos corpóreos. Normalmente, os seus períodos de recuperação são longos, pelo que não é consentâneo o seu financiamento com o recurso a empréstimos de curto prazo. Estes investimentos são outra forma de aumentar a pressão sobre a tesouraria, mercê dos juros, dos reembolsos do capital mutuado e do desajustamento dos fluxos, agravada pela rigidez dos prazos de vencimento, para os quais é preciso contrair muitas vezes novos empréstimos, o que conduz a um ciclo autossustentado de endividamento.

Se a empresa tiver capacidade de autofinanciamento e se o endividamento for feito a uma cadência apropriada, o ciclo da tesouraria negativa é realimentado até à estabilização. De contrário, acarreta graves sobressaltos, conduzindo à perda da autonomia e, no limite, à ruptura financeira; tudo isto podendo a empresa ter resultados positivos e dispor, à partida, de uma situação de equilíbrio estrutural; neste caso, os desajustamentos dos fluxos financeiros são mais facilmente superáveis.

Numa situação de expansão acelerada da actividade propiciadora de resultados, a empresa pode não ter liquidez (13) de uma forma continuada, o que obriga, em regra, a uma cuidada atenção sobre a tesouraria e a recorrer a novos financiamentos, cada vez com maior intensidade. Esta realidade sentem-na muitos empresários, que não entendem a razão porque tal acontece; não sabem para onde

(13) Esta falta de liquidez está relacionada com as políticas de gestão. É resultante dos diferentes prazos de mobilização dos créditos concedidos e obtidos e pelo aumento das existências, tanto de mercadorias como de produtos.

vai o dinheiro, e vivem numa cada vez maior crise financeira, com uma tesouraria cronicamente negativa, o que os leva a dedicar muito do seu tempo a gerir o dia a dia, recorrendo continuamente a empréstimos, sobretudo, de curto prazo; como consequência, crescem desmesuradamente os encargos financeiros, com repercussões directas na rendibilidade e nos fluxos financeiros, dado o muito curto prazo dos reembolsos, os quais, não sendo substituídos por novos empréstimos nas datas de vencimento (14), provocam o incumprimento.

Conduzidos a uma situação de défice crónico de tesouraria, se o autofinanciamento não for adequado para em tempo útil cobrir estes défices e, tratando-se de um problema estrutural que exige o recurso aos capitais permanentes, de acordo com o nível da actividade e as políticas de gestão, a não ser resolvida, fica hipotecada a rendibilidade e, sobretudo, a sobrevivência da empresa.

São as consequências drásticas do conhecido efeito OVERTRADING.

Analisemos de uma forma sistematizada o que acontece com o lançamento de uma empresa nova, de pequena ou média dimensão (15).

Ao longo do seu ciclo de vida, o comportamento dos fluxos financeiros reflectirão os ciclos de crescimento e desenvolvimento, em muito semelhantes aos de um produto no qual distinguimos

(14) Ao risco económico está associado o risco financeiro, pelo que, para além das dificuldades na obtenção de empréstimos, aumentam os juros, para cobrir os riscos da operação.

(15) A dimensão pode ser entendida, por exemplo, com base no volume de actividade ou no número de pessoas ao serviço.

três fases:

- lançamento
- crescimento rápido
- maturidade

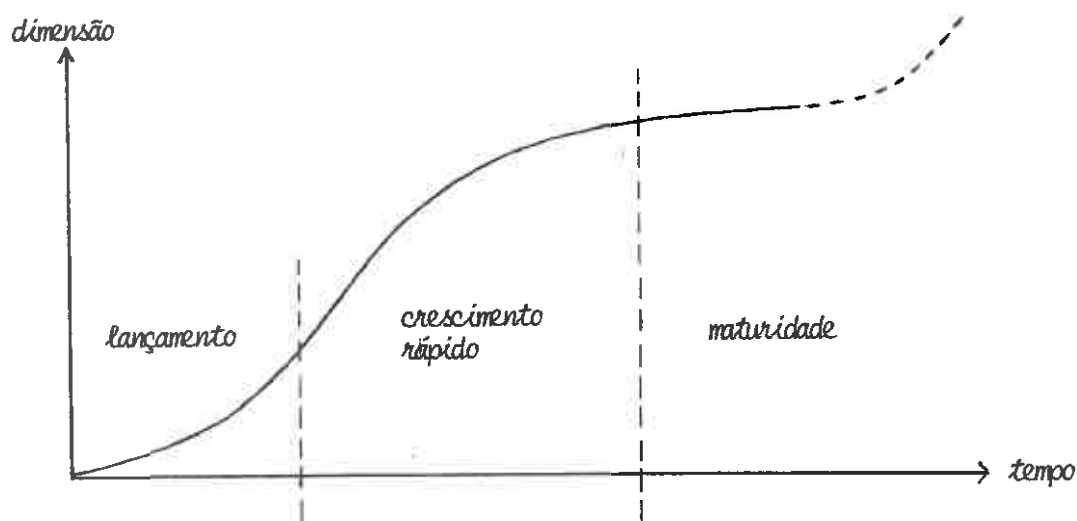


FIGURA I. 1.1 - CICLO DE VIDA DA EMPRESA

Os problemas de liquidez são agudos na fase de lançamento, muito embora tenhamos uma boa rentabilidade. A libertação de meios líquidos não é suficiente para assegurar as necessidades financeiras resultantes da expansão da actividade; o recurso ao endividamento é fraco, uma vez que, a empresa, não estando estabilizada e com experiência adquirida, tem dificuldade de acesso

ao crédito. Depende, em especial, dos sócios e da sua capacidade de autofinanciamento.

Na fase da expansão rápida, a necessidade de recursos financeiros torna-se mais acentuada, constituindo um problema fundamental com repercussões na tesouraria. É preciso salvaguardar o equilíbrio financeiro a curto prazo, o que obriga à conjugação dos investimentos em fundo de maneo resultantes da taxa de crescimento, com os recursos financeiros próprios ou, em alternativa, à adopção de uma política de endividamento conveniente.

Mas em face da expansão e do crescimento, levanta-se uma questão central: a da adequação dos capitais permanentes, tendo em vista salvaguardar a solvibilidade e a autonomia (16). O crescimento rápido vai sofrer limitações internas, derivadas das estruturas orgânicas, composição dos capitais e do autofinanciamento.

Na fase de maturidade, são superadas as dificuldades financeiras e ganha relevo a política de aplicação dos capitais acumulados. O ritmo de crescimento torna-se moderado e o exercício do poder passa para o domínio do controlo financeiro, reorientando as estratégias na perspectiva da diversificação.

(16) Trata-se de adequar a estrutura de capitais para suportar os efeitos da expansão acelerada da actividade.

2 - DEFINIÇÃO

OVERTRADING é um termo anglo-saxónico, utilizado para significar um estado particular da vida da empresa, caracterizado por crises de liquidez, resultantes de uma estratégia de gestão.

Dada a sua importância vamos precisar o seu significado; recorremos para isso a vários dicionários de termos técnicos.

Destes, escolhemos dois dos quais passamos a transcrever:

"a expansão da actividade de uma empresa, ainda que, obtendo elevados resultados não consegue satisfazer os compromissos, por insuficiência de capital de exploração, encontrando-se numa crise de liquidez (17)".

"comercializar acima dos limites normais fixados pelo capital de maneio dos negócios, como seja, manter "stocks" demasiado elevados e investir em activos que o negócio não tem capacidade para comportar. Acções deste tipo causam uma contínua falta de disponibilidades necessárias para pagar aos credores e acudir às despesas correntes (17)".

(16) ROSENBERG, Jerry M., *DICTIONARY OF BANKING & FINANCE*, Foreword by David Rockefeller, 1982.

(17) ADAM, J.H., *DICTIONARY OF BUSINESS ENGLISH*, Longman, 1982.

Isolando as expressões-chave empregues por cada um dos dicionários, chegamos ao quadro seguinte:

DICTIONARY OF BANKING & FINANCE	DICTIONARY OF BUSINESS ENGLISH
EXPANSÃO DA ACTIVIDADE INCUMPRIMENTO PARA COM CREDITORES FALTA DE CAPITAL DE MANEIO	
BONS RESULTADOS CRISE DE LIQUIDEZ	INVESTIMENTOS EM "STOCKS" E ACTIVOS FALTA DE DISPONIBILIDADES

QUADRO 1.2

A diferença reside no facto de num dos casos a empresa poder ter bons resultados e estar em crise de liquidez, enquanto no outro se acrescenta para caracterizar o OVERTRADING, os investimentos em "stocks" e noutros activos, o que conduz à falta de disponibilidades. Ambos conduzem ao incumprimento para com os credores, situação provocada pela expansão da actividade, em consequência da empresa não dispôr de suficiente capital de maneio. Ponderando os diversos factores, a forma como se reflectem na tesouraria e os efeitos, propomos a seguinte definição: OVERTRADING é o efeito provocado pela expansão acelerada da ac-

tividade e agravado pelos investimentos em activos (17), que ocasionam a falta de liquidez persistente e o desajustamento dos fluxos financeiros devido à insuficiente estrutura dos capitais permanentes, que resulta num estado crónico de tesouraria negativa.

Em muitos casos a empresa obtém resultados positivos e, mesmo assim, entra em incumprimento das responsabilidades assumidas para com os diversos credores.

Sabemos que na maioria dos negócios o aumento acelerado da actividade exige investimentos em fundo de maneo (18), para sustentar o ciclo da exploração ou em activos corpóreos adicionais adequando melhor o processo produtivo. Há ainda os investimentos em imobilizações e outros activos extra - exploração com implicações nos fluxos financeiros.

Ambas as situações, por si ou simultaneamente, podem conduzir à crise de liquidez persistente, embora só possamos considerar como efeito OVERTRADING a que tem por base a expansão da actividade. Daqui se depreendem dificuldades práticas de saber, em que medida, as situações de défice crónico de tesouraria são consideradas resultantes do OVERTRADING, ou de outras causas, dado que na realidade coexistem, tornando-se necessário delimitar as fronteiras para uma correcta apreciação (Fig.1.2.1).

(17) Estes investimentos em activos dizem respeito, aos investimentos em fundo de maneo derivados das políticas de gestão consideradas normais para o sector de actividade e para a empresa, e aos investimentos adicionais em activos corpóreos necessários para apoiar a actividade.

(18) O fundo de maneo necessário (FMN) ou investimento em fundo de maneo (IFM) é calculado pela diferença dos activos com os passivos circulantes, considerados de acordo com as políticas de gestão.

De uma forma simplificada apresentam-se em diagrama duas situações possíveis de OVERTRADING. Na situação 1 a empresa ao expandir aceleradamente a actividade entra em estado de défices de tesouraria persistentes, vindo a estabilizar através da conjugação da estrutura financeira com o ritmo de crescimento. Na situação 2 encontra-se num estado de défices de tesouraria crónicos e com uma gestão pouco criteriosa. Expande-se aceleradamente a actividade ao mesmo tempo que se corrige a gestão, tornando a empresa mais eficiente e eficaz e obtendo ganhos de produtividade, enquanto os défices continuam persistentes. Contudo, passou a ter resultados positivos e a tesouraria acabará por estabilizar fruto de uma política de expansão controlada.

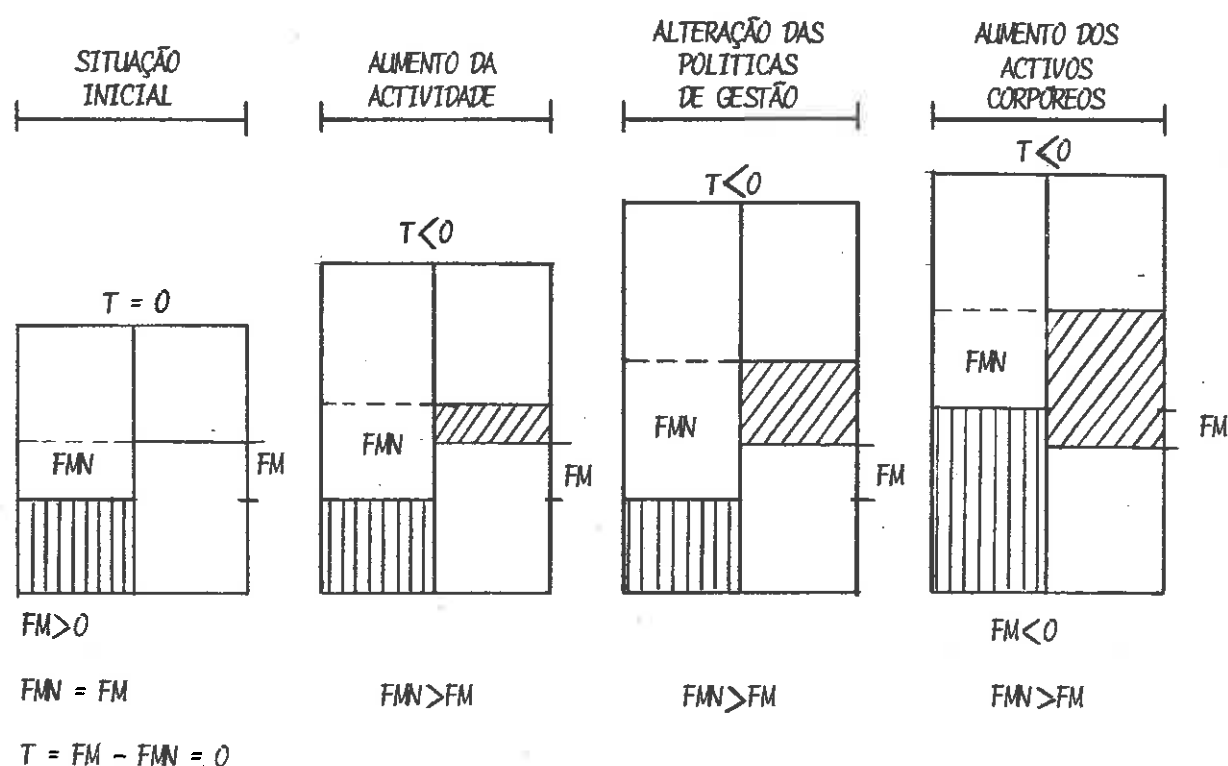


FIGURA 1.2.1 - SITUAÇÕES DE DEFICES DE TESOURARIA

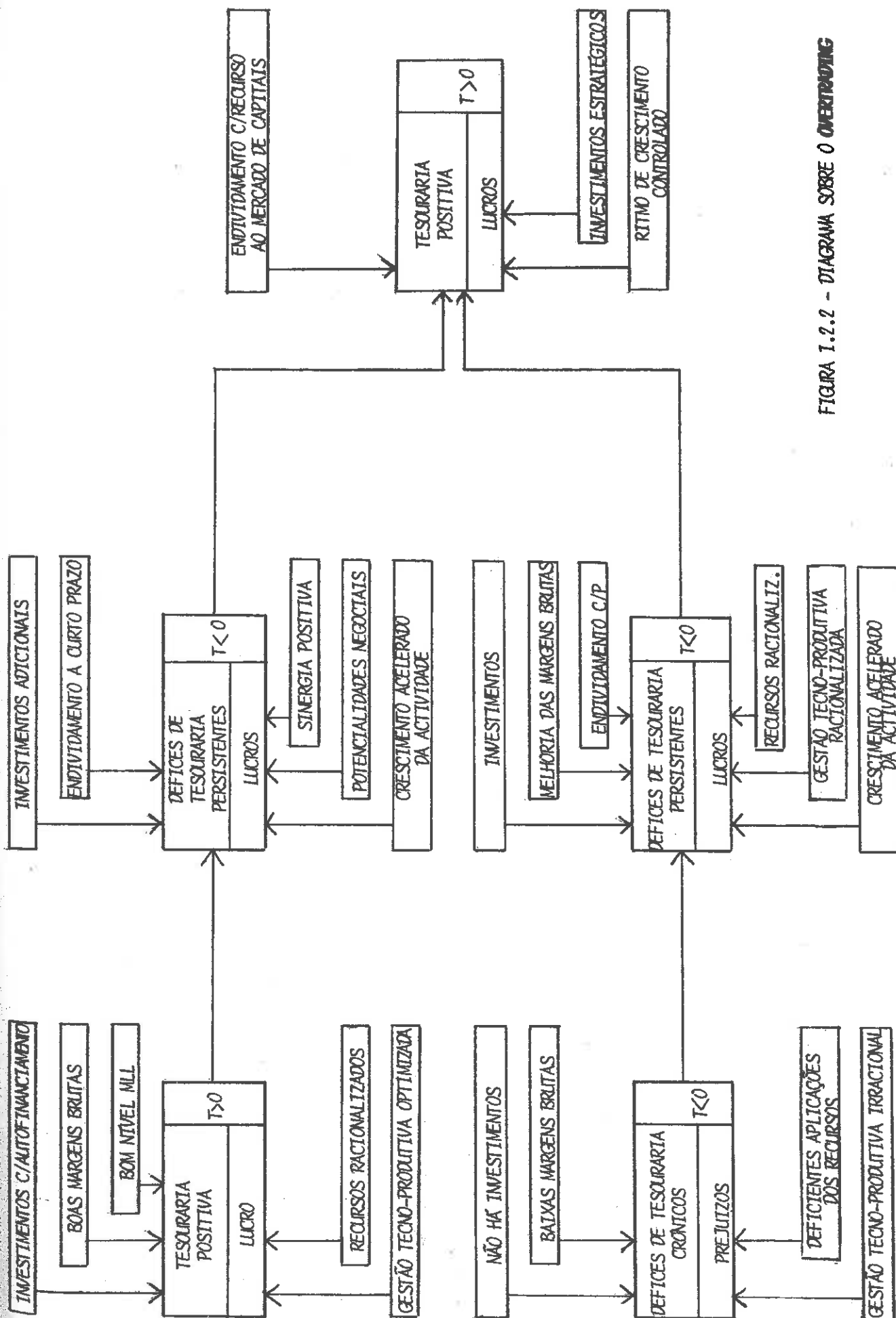


FIGURA 1.2.2 - DIAGRAMA SOBRE O OVERTRADING

3 - SINTOMAS E CONSEQUÊNCIAS

Aqueles que têm espírito empreendedor, entre outras características, são naturalmente ambiciosos, têm elevada propensão para o risco e possuem uma forte auto-confiança (19). Tendem a aproveitar as oportunidades de negócio, como seja, aumentar a capacidade técnico-produtiva e proceder à substituição de equipamentos cuja utilização não obedeça a critérios de racionalidade económica, o que em muitas situações conduz a efectuarem investimentos para os quais não possuem os recursos financeiros necessários.

A alternativa é o endividamento, que ocasiona encargos elevados e a necessidade de reembolsar os empréstimos nos prazos.

Fazem-no confiantes no êxito rápido derivado da expansão da actividade e na capacidade para gerarem fundos suficientes, o que em muitos casos não se vem a verificar, ou ainda a desviá-los para aplicações extra-exploração, como seja, diversificando a actividade através da tomada de participações. Compreende-se que os empresários queiram desenvolver as suas empresas, fazê-las crescer, para ganhar dimensão económica.

(19) Sobre os empreendedores e as características que os distinguem têm sido elaborados inúmeros estudos, em diferentes perspectivas.

Ao provocarem a expansão acelerada da actividade, com índices de crescimento elevados, pretendem aproveitar as oportunidades de negócio específico ou simplesmente desenvolver uma estratégia orientada para o mercado.

O aumento rápido da actividade mercê das políticas de gestão exige investimentos em activos circulantes, não financiados pelos correspondentes passivos circulantes. Estas necessidades de financiamento, ocasionam crises de liquidez prolongadas, que conduzem ao endividamento de curto prazo e ao ciclo da tesouraria deficitária, embora a empresa obtenha resultados positivos. Esta é uma das situações conhecida de OVERTRADING.

Em qualquer dos casos referidos, muitas vezes as causas têm a ver com objectivos demasiado ambiciosos, por parte do empresário, devido a uma política orientada para investimentos sobredimensionados ou para o desenvolvimento desmedido da actividade sem que estejam assegurados os recursos financeiros indispensáveis e muitas vezes sem as estruturas mínimas capazes de suportar a expansão acelerada.

Feita a descrição sumária de situações que conduzem ao OVERTRADING, torna-se necessário compreender a sintomatologia, por forma a que com tempo se possam tomar as medidas de correcção devidas. São os seguintes os sintomas prenunciadores do OVERTRADING (20):

1. Tesouraria persistentemente deficitária;
2. Crise de liquidez prolongada;
3. Aumento dos créditos aos clientes;
4. Aumento dos débitos titulados aos fornecedores;
5. Redução da margem bruta.

(20) ALMEIDA, Luiz Chaves de, OVERTRADING, em "JORNAL DE CONTABILIDADE", nº 129, Dezembro, 1987.

Verificamos pela relação fundamental da tesouraria que esta se-
rá negativa sempre que o fundo de manêio necessário à exploração
for superior ao fundo de manêio. Neste caso, em regra, a empresa
recorre à dilatação dos prazos de pagamento aos seus credores ou
obtem financiamentos de curto prazo para fazer face ao ciclo de
exploração, cujos encargos influem na rendibilidade. Contudo, se
adota a política de protelamento crônico dos pagamentos, dete-
riora a sua imagem e acaba por hipotecar a sua capacidade de
obtenção de crédito, dadas as dúvidas colocadas pelos seus for-
necedores e banqueiros. No desenvolvimento do processo, caminha-
-se-á para a titulação das dívidas como forma
de aliviar as pressões, o que ocasiona custos com o desconto ban-
cário e torna estas exigíveis em prazos fixos, o que é um agravo
acrescido para a tesouraria. Adoptando a política do endividamen-
to de curto prazo, para além dos encargos com este tipo de finan-
ciamento, coloca em risco a autonomia financeira, em especial,
devido aos prazos de reembolso serem muito curtos, o que da mes-
ma forma se reflecte na tesouraria. Duas alternativas muito uti-
lizadas para apoiar uma estratégia de crescimento, tanto mais
quanto a necessidade de vencer as dificuldades de mercado para
promover a expansão da actividade. Por isso, se concedem aos clien-
tes melhores preços e condições de pagamento mais dilatados. São
facilidades facultadas como forma de enfrentar a concorrência re-
sultante de uma política comercial de penetração. A tendência é
para reduzir as margens brutas, quando a concorrência é muito
activa, o que não sendo compensado pela produtividade conseguida
através do adequado aproveitamento da capacidade de organização e optimi-

zação dos recursos, se reflecte na diminuição dos resultados de exploração.

As dificuldades persistentes de tesouraria são visíveis:

1. Nos atrasos sistemáticos dos pagamentos, desrespeitando as condições acordadas e o cumprimento das responsabilidades assumidas;
2. Na necessidade de vender activos para realizar dinheiro;
3. Na política de obtenção de créditos a curto prazo, em volume crescente;
4. Na desadequação dos empréstimos de curto prazo obtidos, face às aplicações;
5. No eventual recurso ao "lease-back" (21);
5. Na redução da solvibilidade;
7. Na redução dos resultados de exploração;
8. Na diminuição da rendibilidade da empresa.

(21) ZDANOWICZ, José Eduardo, LEASING: ARRENDAMENTO MERCANTIL, D.C. Luzzatto, Editores, Porto Alegre, 1985, p.97-101.

As crises de liquidez crônicas resultantes do desequilíbrio estrutural da tesouraria aparecem:

- 1. Face à impossibilidade de renovar os créditos bancários alimentadores dos fluxos financeiros;*
- 2. Pela necessidade de adquirir novas tecnologias ou proceder à substituição de equipamentos produtivos indispensáveis, sem crédito;*
- 3. Pelo corte de crédito dos fornecedores e simultâneas exigências de pagamento imediato das responsabilidades correntes, em especial tratando-se de fornecedores oligopolistas de um sector relevante para a empresa.*

11. FACTORES ECONÓMICO-FINANCEIROS E REQUISITOS DE GESTÃO

"Parece ser largamente reconhecido que os gestores financeiros aplicam a maior parte das suas energias e gastam a maior parte do seu tempo com as decisões financeiras de curto-prazo. [Smith, 1980; Gentry et al., 1979]."(*)

"O facto é que os problemas de gestão financeira de curto-prazo têm sido negligenciados na literatura financeira, e isto acontece, não obstante o peso dos investimentos de curto-prazo no total dos investimentos das empresas, apesar do facto de muitas dificuldades financeiras experimentadas pelas empresas serem devidas a más decisões de curto-prazo. [Smith e Sell, 1980]."(**)

"Todavia, é claro no conjunto dos trabalhos recentes que a tendência no momento actual está na direcção do reconhecimento pelos investigadores da importância crucial da gestão financeira de curto-prazo." (***)

(*) MARQUES, Manuel de Oliveira, *The Formulation of a Strategy for Short - Term Financial Decision - Making*, Glasgow, edição do autor, 1984. Tradução, p.1.

(**) *Ibidem*, p.2.

(***) Tradução da ob.cít., p.19-20.

1. TESOURARIA E LIQUIDEZ

1.1 - CONCEITOS

Os conceitos visam precisar o sentido das expressões utilizadas ou as ideias expressas. Muitas vezes acontece, como agentes de comunicação, não sermos entendidos, ou então, o entendimento que se tem do que proferimos ou escrevemos ser diferente daquilo que quisemos expressar.

Quando verificamos estes factos somos conduzidos a crer que o sentido da comunicação oral ou escrita não correspondia, devido aos conceitos não terem significado idêntico, embora as palavras utilizadas fossem as mesmas.

Correntemente empregamos TESOURARIA, LIQUIDEZ e DISPONIBILIDADES, como conceitos que expressam realidades da vida de uma empresa. Contudo, verificamos que a substância diverge entre os diversos autores, o que dificulta o estudo dos fenómenos.

Trata-se de um esforço para apreender as realidades, através dos seus efeitos, por forma a determinar as causas, modelando-as com vista a pré-determinar esses efeitos.

Aliado às expressões referidas, encontramos tesouraria de exploração, grau de liquidez, liquidez de um bem, grau de disponibilidades, autonomia e outras.

LIQUIDEZ significa disponibilidade de dinheiro e possibilidade

de o obter com facilidade ou de modo a fazer face aos compromissos financeiros que se irão vencer (1). Identifica liquidez com disponibilidade de dinheiro e possibilidade de o obter com facilidade. O que quer dizer que liquidez tem três sentidos, é dinheiro (2), mas também capacidade para dispor de dinheiro rapidamente, através do acesso a uma fonte própria ou alheia, e aptidão para transformar os créditos em meios monetários por forma a satisfazer os pagamentos aos fornecedores, conjugando com os recebimentos resultantes das vendas efectuadas ou da cobrança dos créditos concedidos aos clientes (3).

Pierre Conso (4) diz que disponibilidades são as somas em caixa ou nos bancos, referindo-se, sobretudo, à liquidez de um bem, como a sua aptidão para se transformar em dinheiro, para ser trocado por dinheiro num prazo mais ou menos longo. Não trata a liquidez no sentido dado por Rogério F. Ferreira quando alude à possibilidade de o obter com facilidade; contudo refere

(1) FERREIRA, Rogério F., *LIÇÕES DE GESTÃO FINANCEIRA*, Coimbra, Liv. Arnado, 1985, Vol.I, p.232.

(2) Dinheiro identifica-se com notas e moedas ou numerário registado no banco.

(3) Solvibilidade a curto prazo. Rogério F.Ferreira, *ob.cit.*, p.232-233 e Arlindo F. Santos, *Análise Financeira*, Lisboa, INIEF, 1981, p.158, solvibilidade a curto prazo é a aptidão para transformar os elementos do activo em disponibilidades a uma cadência que permita a solvência dos compromissos a curto prazo nas respectivas datas de vencimento.

(4) CONSO, Pierre, *A GESTÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS*, Porto, RES EDITORA, 1979, p.93-94.

que a noção de liquidez indica em definitivo se o bem detido é uma fonte rápida e directa de dinheiro ou então uma fonte indirecta e progressiva. Outro conceito é o de grau de liquidez que lhe está associado. H. Caldeira Menezes (5) escreve que liquidez (grau de liquidez) de um elemento activo, consiste na sua aptidão para se converter a curto prazo em meios monetários

(disponibilidades). Considera as disponibilidades como integrantes da liquidez e orienta-se no sentido da propensão dos activos para gerarem disponibilidades. Este mesmo autor refere-se ao grau de disponibilidade de um elemento do activo como sendo a sua aptidão para se transformar imediatamente em meios monetários, precisando que os elementos activos disponíveis estão compreendidos fundamentalmente nas seguintes rubricas do balanço: caixa, depósitos à ordem, depósitos com aviso prévio, depósitos a prazo, clientes com letras e outros títulos a receber (desde que susceptíveis de imediato desconto bancário), obrigações diversas, títulos da dívida pública, certas imobilizações financeiras, etc..

Grau de disponibilidades integra-se no conceito de grau de liquidez, com um sentido mais restrito já que diz respeito aos elementos do activo com um sentido de quase dinheiro.

O conceito de LIQUIDEZ encerra quatro ideias ou situações, que sistematizamos, do modo seguinte:

(5) MENEZES, H. Caldeira, PRINCÍPIOS DE GESTÃO FINANCEIRA, Lisboa, Editorial Presença, 1987, p. 81.

- Meios monetários ou dinheiro;
- Aptidão para mobilizar as disponibilidades (grau de disponibilidades);
- Aptidão dos elementos do activo para gerarem disponibilidades (grau de liquidez);
- Facilidade de acesso a fontes de financiamento.

Só por aqui verificamos a importância de precisar os conceitos. Não são só questões de linguagem, tem a ver com o conteúdo que atribuímos às expressões.

Utilizamos com a maior naturalidade o termo TESOURARIA. Trata-se de uma noção TEÓRICA e ABSTRACTA (6), à qual os autores atribuem diferentes conteúdos. No fundo pretendem responder a uma mesma preocupação: determinar em que medida uma empresa é capaz de fazer face aos seus pagamentos, por exemplo, pagar as suas dívidas a curto prazo, à medida que vão sendo exigidas (7), tendo presente o grau de liquidez, ou seja, a aptidão para transformar os activos circulantes em disponibilidades e o grau de exigibilidade das dívidas a curto prazo.

Citando a TESOURARIA líquida de uma empresa (numa data determi-

(6) LACRAMPE, S., CAUSSE, G., MÉTODOS DE GESTÃO DA TESOURARIA, Porto, RES EDITORA, 1979, p.93-94.

(7) MEUNIER, Henri, de BAROLET, François, BOULMER, Pierre, LA TRÉSORERIE DES ENTREPRISES, Paris, Dunod, 1975, p. 3 e 4.

nada) é a diferença (nessa data) entre os recursos disponíveis para financiar a sua actividade e as necessidades resultantes desta (8).

É feito uso das noções de recursos e necessidades que se classificam em cíclicos, os ligados ao ciclo de exploração, e acíclicos, os outros, que se apresentam nas formas seguintes:

NECESSIDADES	RECURSOS
Tesouraria (excedentária) Activo circulante Imobilizado	Tesouraria (deficitária) Passivo circulante Capitais permanentes

Utilizando as noções de fundo de maneo e de fundo de maneo necessário (9):

ACTIVO	PASSIVO
Tesouraria (excedentária) Fundo de maneo necessário	Tesouraria (deficitária) Fundo de maneo

(8) "La trésorerie des entreprises", ob.cit., p.4, 6 e 8.

(9) Ob.cit., p.7, o fundo de maneo necessário é a parte das necessidades cíclicas cujo financiamento não é assegurado pelos recursos cíclicos, implicando, por conseguinte, um investimento para a empresa. O conceito referido pelo autor é o de necessidades de fundo de maneo com o significado de fundo de maneo necessário. Empregamos este por razões metodológicas.

Em termos gráficos :

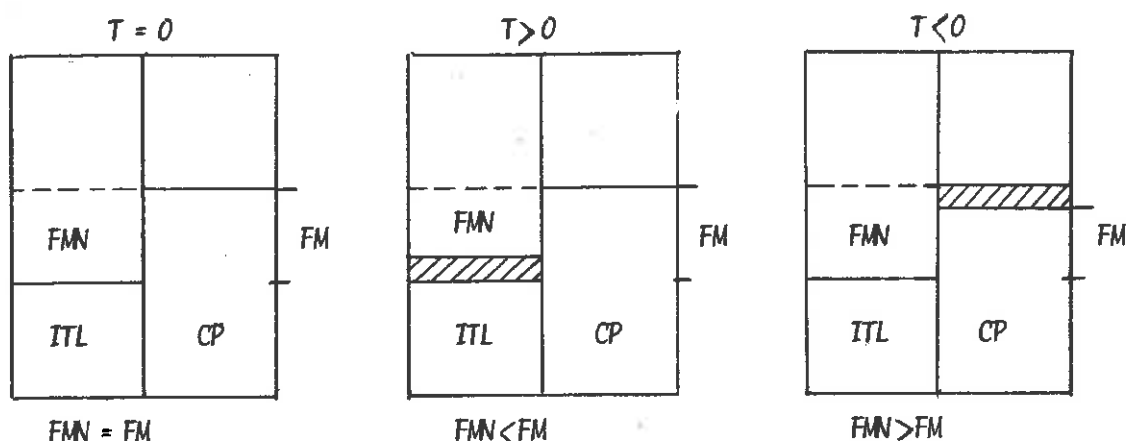


FIGURA II. 1.2 - SITUAÇÕES DE TESOURARIA

A tesouraria, corresponde às disponibilidades em meios monetários é o saldo do conjunto das necessidades e dos recursos globais necessários para desenvolver a actividade.

No entanto, se a empresa não tem disponibilidades (meios monetários), não processa os pagamentos aos seus diversos credores ou, se o faz, recorre à liquidez dos activos ou a empréstimos de curto prazo; a tesouraria deficitária não tem sentido, porquanto na falta de dinheiro aumenta-se mais o endividamento ou protelam-se os pagamentos.

A esta realidade responde Pierre Conso, escrevendo que a tesouraria diz-se negativa se os créditos bancários de curto prazo são superiores aos valores líquidos (disponibilidades) (10), pelo que o conjunto das disponibilidades e os "créditos bancários" constituem o que se costuma chamar TESOURARIA (11).

(10) Ob.cit. p. 173/174.

(11) Ibidem p. 48.

O autor usa a noção de necessidades de financiamento do ciclo de exploração (NFCE), em contraponto às necessidades de fundo de maneo, estas com um significado diferente, porque se trata de um conceito dinâmico (12).

A tesouraria pode ser nula, positiva ou negativa. Vamos verificar o que acontece para a tesouraria nula e positiva. Nestas situações as necessidades de financiamento são iguais ou inferiores ao fundo de maneo. No entanto, em ambas, pode ou não haver recurso a empréstimos de curto prazo, o que ocasiona o aparecimento de disponibilidades. Estas, podem identificar-se com a tesouraria, o que em regra não acontece, mas a tesouraria não significa disponibilidades (13). Senão vejamos, a tesouraria pode ser nula e elas existirem, bastando para isso que a empresa disponha de empréstimos a curto prazo (14) de valor igual àquelas, ou não existir qualquer empréstimo; neste caso, correspondem à tesouraria.

(12) A necessidade de fundo de maneo (NFM) é a necessidade de financiamento do ciclo de exploração (NFCE) que deve ser coberta por capitais permanentes, em momentos diferentes.

(13) Não é compreensível falar de disponibilidades negativas, e à falta destas o que acontece é a empresa dispôr de créditos que utiliza, como seja o caso dos empréstimos de curto prazo.

(14) Os empréstimos de curto prazo, podem ser bancários ou de outras fontes, ou podemos considerar a dilatação dos pagamentos aos credores que entretanto se tenham vencido (créditos anormais).

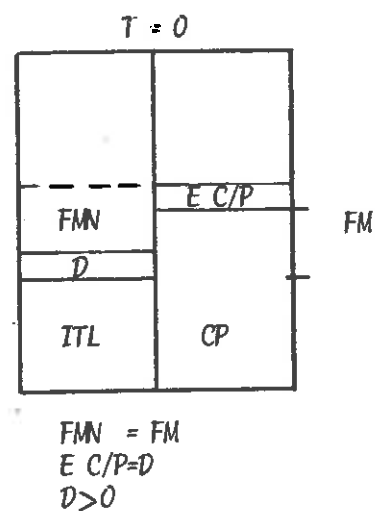
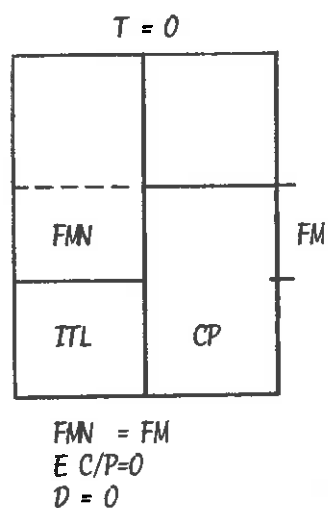


FIGURA II. 1.3 - DISPONIBILIDADES E TESOURARIA NULA

A tesouraria positiva correspondem disponibilidades positivas, podendo a empresa dispor ou não de empréstimos de curto prazo; neste caso, terão de ser superiores a esses empréstimos.

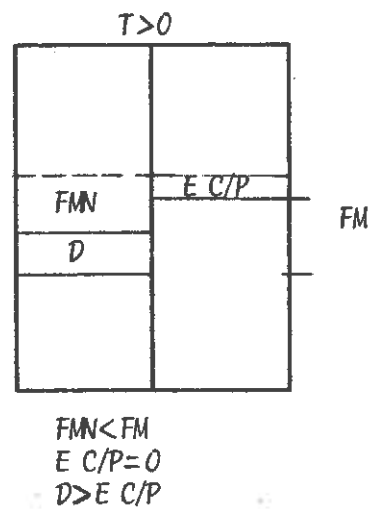
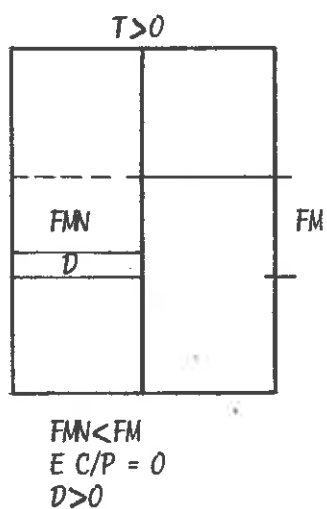


FIGURA II. 1.4 - DISPONIBILIDADES E TESOURARIA POSITIVA

No caso da tesouraria negativa, as disponibilidades ou são nulas ou positivas e em qualquer das situações haverá recurso a créditos bancários (15) de curto prazo. As necessidades de financiamento são superiores ao fundo de maneiio.

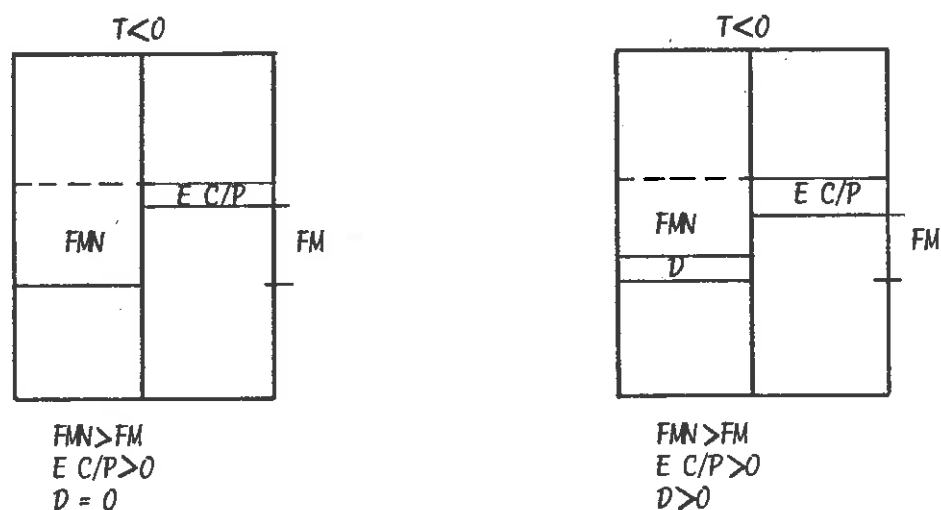


FIGURA II. 1.5 - DISPONIBILIDADES E TESOURARIA NEGATIVA

Utilizando terminologia financeira, a tesouraria é igual à diferença entre o fundo de maneiio e o fundo de maneiio necessário, escreve S. Lacrampe e G.Causse (16), acrescentando que, na linguagem corrente, o conteúdo da noção de liquidez ou caixa é con-

(15) Podem não ser créditos bancários, nomeadamente, serem provenientes dos créditos forçados aos fornecedores.

(16) Ob.cit.p.9.

fundido com a noção de tesouraria, que tem um sentido diferente em teoria financeira. É uma noção teórica e abstracta.

Define tesouraria através do recurso aos conceitos de fundo de maneo e fundo de maneo necessário, que trataremos no ponto seguinte aquando da relação fundamental da tesouraria.

Avança com as noções de valores activos e passivos de tesouraria para o ajustamento a curto prazo (17).

Nos valores do activo de tesouraria, para além da caixa, contas bancárias, títulos de investimento e efeitos a receber mobilizáveis, se não estiverem incluídos no fundo de maneo necessário, integra o crédito fornecedor não utilizado, o "stock" voluntariamente excedentário e os empréstimos a curto prazo.

Quanto às rubricas que constituem as disponibilidades diremos que a sua não consideração no fundo de maneo necessário é pacífica, para além da crítica que podemos assumir quanto à necessidade de uma margem de segurança (18). Por outro lado, ter "stocks" excedentários compreende-se, ao serem considerados valores do activo de tesouraria, se forem mobilizáveis. Contudo, é impróprio considerar os créditos de fornecedores e o acesso

(17) Ob.cit. p.16 e 17. Os valores passivos de tesouraria são essencialmente: as dívidas face aos fornecedores de imobilizações, as dívidas face a fornecedores de mercadorias pela parte que excede o crédito normal e as contas bancárias a descoberto e, mais, igualmente todos os fornecimentos a curto prazo.

(18) H. Caldeira Menezes, ob.cit. p. 127.

aos empréstimos bancários de curto prazo, dado que dependem das políticas de financiamento escolhidas.

As rubricas consideradas nos valores passivos de tesouraria não nos merecem comentários em especial, além de que existem outras.

Estas noções de activos e passivos de tesouraria estão directamente ligadas à noção de necessidades e recursos considerados como NORMAIS para o desenvolvimento da actividade. Aliás, fazem parte e constituem as políticas de gestão da empresa, que trataremos no ponto 3.2.

O autor distingue tesouraria das disponibilidades, na linha de Pierre Conso, obra citada, embora, ao referir-se à tesouraria negativa, pelo facto de esta ser financiada por empréstimos de curto prazo expresse que se trata de uma situação que não é conforme à ortodoxia financeira.

É de destacar que, embora considerando ser a fixação do nível de tesouraria uma decisão de política financeira, ele avance admitindo que a tesouraria possa ser negativa, desde que seja mais rendível recorrer a dívidas a curto prazo para financiar necessidades permanentes, o que é possível desde que a taxa de juro dos capitais a longo prazo seja mais elevada.

Fazemos esta referência, porquanto iremos mais tarde retomar esta perspectiva que consideramos um dos pontos centrais, relacionando o risco financeiro, o LEVERAGE e a inflação.

Os autores falam de tesouraria, ligam ao conceito as noções de disponibilidades e liquidez de formas diferenciadas, que necessariamente conduzem a interpretações diversas. É este tipo de dificuldades que é preciso ultrapassar, criando um corpo de con-

ceitos coeso, de forma a que todos se fundamentem e evoluam sobre a mesma base. O corpo de tratamento teórico conducente à formulação de modelos para melhor compreensão das matérias financeiras, com as quais se defrontam todos os dias as empresas, assenta em grande parte sobre a noção de tesouraria, daí que esta seja uma matéria em constante mutação.

Os conceitos apresentados referem-se a situações de tesouraria e têm por base uma visão estática da empresa. Porém, a realidade é transitória e mutável, evolui constantemente,* pelo que, cada momento é diferente do anterior, embora possa ser relativamente parecido. A visão dinâmica leva a considerar a tesouraria na perspectiva dos fluxos financeiros, através dos pagamentos e recebimentos efectuados num determinado período.

A tesouraria global decorre da diferença entre os recebimentos e pagamentos de exploração (tesouraria de exploração) e os recebimentos e pagamentos extra-exploração (tesouraria extra-exploração) ocorridos durante um certo lapso de tempo (ano, mês, etc ...), escreve H. Caldeira Menezes (ob.cit.).

Continua, dizendo, que a tesouraria global resulta, então, da tesouraria de exploração, profundamente marcada pela qualidade da gestão corrente, e da tesouraria extra-exploração, mais influenciada por factores estruturais e externos à empresa.

A tesouraria tem sido referida num sentido amplo, aliado ao qual foram desenvolvidos os conceitos, pelos diversos autores.

Temos verificado que não há uma única noção, no sentido semân-

(*) Já Heráclito, cerca de 500 A.C. afirmava que tudo corre, tudo flui, tudo está em devir.

tico da expressão, muito embora a situação de tesouraria seja bem determinada. Tesouraria e situação de tesouraria têm-se confundido.

A situação de tesouraria expressa-se através das disponibilidades num determinado momento, enquanto que a tesouraria diz respeito ao conjunto diverso dos fluxos, traduzindo a realidade global da empresa. São conceitos diferentes. Quando queremos interpretar e compreender essa realidade verificamos ser a sua complexidade resultante da conjugação de realidades parcelares. Daí o esforço para compreender e dominar os fenómenos por forma a que se possa exercer uma acção decididamente influente quanto à sua evolução.

A tesouraria usualmente referida corresponde ao que o autor designa por tesouraria global, referindo que esta resulta da tesouraria de exploração e da tesouraria de extra-exploração.

Estamos perante a caracterização de dois tipos de fluxos diferentes, o primeiro relacionado com a actividade económica intrínseca à empresa, o segundo com as actividades inorgânicas, situação financeira, actuação da fiscalidade, política de distribuição de lucros e de outros fluxos (19).

Tanto a tesouraria de exploração como a de extra-exploração dizem respeito aos fluxos de recebimentos e pagamentos num período. Cada uma das tesourarias, de per si,

(19) *Ob.cit.* p.89-92.

num determinado momento, pode ser de excedente ou insuficiência, mas não são conjuntamente deficitárias, salvo se houver disponibilidades no início do período. Nesse caso, estas nada têm a ver com a actividade económica desenvolvida no período.

Agora, compreende-se porque é que, ao analisar um balanço e demais documentos contabilístico-financeiros da empresa, há a tentação de fazer corresponder a tesouraria às disponibilidades e de os diversos autores tratarem a tesouraria na perspectiva da situação.

Desta forma torneiam as dificuldades aludindo à existência da tesouraria negativa, lançando mão dos empréstimos de curto-prazo, acrescentando que a tesouraria negativa acontece quando esses empréstimos são superiores às disponibilidades.

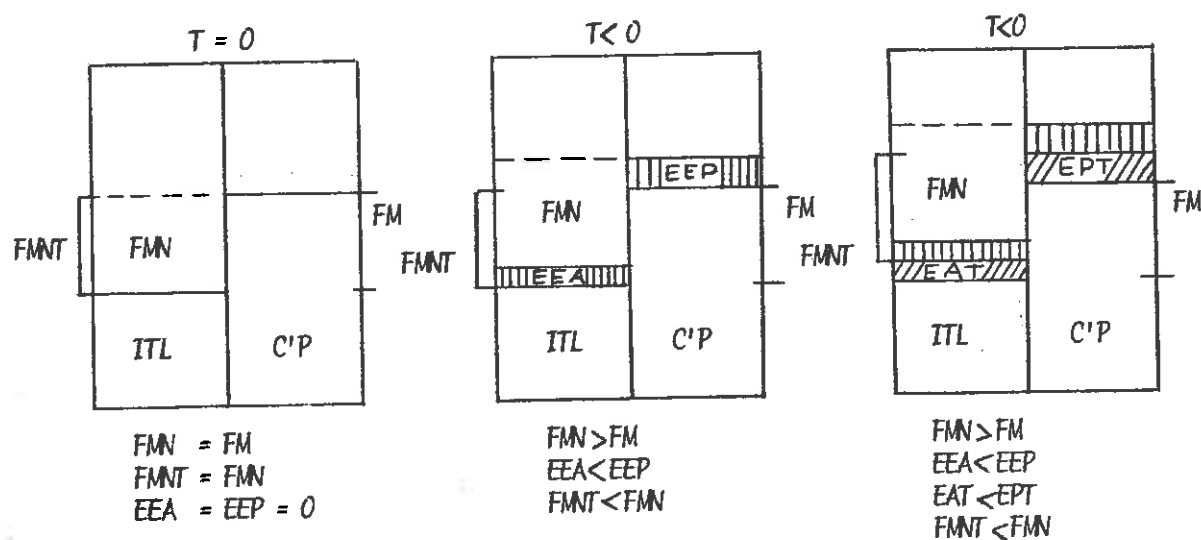


FIGURA II. 1.6 - ACTIVIDADE EXTRA-EXPLORAÇÃO E ELEMENTOS DE TESOURARIA

H. Caldeira Menezes supera esta dificuldade através da introdução de novos conceitos. Deste modo, a tesouraria global da empresa, traduz-se nas disponibilidades, não sem que a tesouraria de exploração possa ser cronicamente deficitária, bastando para isso que a tesouraria extra-exploração contrabalance essas insuficiências recorrendo a empréstimos.

Até agora aludimos aos conceitos de tesouraria através dos fluxos financeiros, sem tecer considerações sobre se são entendíveis na política de gestão, como normais ou anormais, o que a acontecer dará origem a dois novos conceitos, segundo o autor que estamos a referir, ou seja, aos elementos activos de tesouraria (EAT) e elementos passivos de tesouraria (EPT), correspondentes aos anteriormente citados valores activos e passivos de tesouraria.

Na perspectiva estrutural, a tesouraria global possibilita a determinação da situação financeira da empresa, lançando mão do fundo de maneiio como conceito, eminentemente estático, e do fundo de maneiio necessário total (20), essencialmente dinâmico.

A análise estrutural conduz-nos à determinação da tesouraria positiva ou negativa, no sentido da tesouraria de situação de acordo com as políticas de gestão aplicadas. De notar que, no momento em que é feita a análise, os recursos globais contrabalançam as necessidades globais, muito embora se verifiquem desequilíbrios entre as massas constituintes desses recursos e necessidades.

(20) Outros autores falam das necessidades de fundo de maneiio, ob.cit.. Também aqui o autor na mesma linha metodológica, diferencia o fundo de maneiio necessário total dos fundos de maneiio necessários de exploração e extra-exploração.

1.2 - POLÍTICAS DE GESTÃO

O crescimento racional de qualquer actividade exige a definição de um conjunto de regras, ao nível interno e ao nível das relações com o exterior. Internamente, a empresa deve avaliar o conjunto dos recursos de que dispõe e procurar adequá-los ao ciclo normal de produção (caso de uma indústria), no sentido e com a preocupação de optimizar a sua aplicação, por forma a retirar daí a maior vantagem, em quantidade de recursos e quanto ao processo técnico-produtivo mais indicado para, no menor espaço de tempo, produzir os melhores produtos em qualidade e quantidade.

Assim, não é indiferente ter um processo produtivo mais ou menos longo, pelos reflexos que tem sobre a quantidade das existências de produtos em vias de fabrico, tempos de "stockagem" das matérias-primas ou dos produtos acabados. Estas existências reflectem-se no montante das necessidades financeiras immobilizadas, necessárias para suportar o ciclo de produção. Quanto maior for o período, maiores serão as verbas aplicadas e immobilizadas.

O mesmo acontece com os créditos concedidos aos clientes. As necessidades financeiras são tanto maiores quanto maiores forem os prazos de recebimento.

Os autores discutem com base em critérios diferentes o nível das disponibilidades que a empresa deve dispor para responder atempadamente aos seus credores.

verificamos, na prática, a necessidade de dispor de uma reserva, ou margem de segurança de tesouraria, para fazer face ao ciclo normal dos fluxos financeiros, de acordo com o desenvolvimento da actividade (21).

Porém, o que poderá acontecer numa empresa é não dispor num determinado momento de qualquer montante em caixa ou em bancos, podendo apenas responder à exigibilidade dos seus credores, na medida em que obtém liquidabilidade dos seus activos, ou através do recurso ao crédito bancário de curto prazo (22).

Ora, dado o desajustamento natural dos fluxos financeiros, verificamos que, em termos médios, de acordo com o volume da actividade e os processos de gestão seguidos, a empresa dispõe regularmente de disponibilidades, para responder aos imprevistos da actividade e a reduzir os riscos provenientes do atraso nos fornecimentos ou dos pagamentos nas datas, por falta de liquidez imediata.

As empresas, para suprirem estas dificuldades conjunturais, normalmente contratam com os seus banqueiros descobertos bancários de curtíssimo prazo, mobilizáveis em qualquer momento, até ao limite negociado, o que de qualquer maneira não obsta à existência de liquidez, embora reduza os montantes imobilizados. E neste sentido que, fazendo parte das necessidades financeiras normais das empresas, é defendida a chamada margem de segurança de tesouraria, cujo montante, por norma, é referenciado ao volume de actividade

(21) Entendemos aqui desenvolvimento como consequência da expansão.

(22) Hoje são muito utilizadas as operações de OVERDRAFT.

obtido da experiência, com base no sector de actividade e no sistema de organização implantado (23).

Temos, portanto, as necessidades financeiras decorrentes do normal funcionamento, nomeadamente as disponibilidades respeitantes à margem de segurança de tesouraria, previamente definida, os créditos concedidos aos clientes reflectidos nos prazos médios de recebimento e a rotação das existências quer se trate das matérias primas, produtos em via de fabrico ou de produtos acabados.

Os fornecedores concedem determinados prazos de pagamento que dependem, entre outras condições, do nível de aquisições, da capacidade comercial e do sector de actividade, e o mesmo acontece com outros credores, dos quais destacamos o sector público do Estado (24).

Trata-se de fontes ou recursos financeiros, com determinados graus de exigibilidade em termos médios.

As necessidades e os recursos financeiros relacionados directamente com o ciclo de exploração obedecem, em regra a níveis médios de liquidabilidade dos activos e de exigibilidade dos passivos circulantes.

Estas políticas de gestão são normalmente definidas em antecipação, com vista a suportarem o desenvolvimento normal da exploração da empresa.

(23) H. Caldeira Menezes, *ob.cit.*, p.127 e Pierre Conso, *ob.cit.*, p.166-174.

(24) Inclui como mais relevantes o IVA e a taxa única para a segurança social.

Contudo, podemos estar perante necessidades e recursos financeiros de exploração anormais, resultantes de deficiente gestão ou dificuldades estruturais. Neste caso, há possibilidades de proceder a correcções que podem ser conjunturais ou estruturais. Sobre as primeiras podemos actuar rapidamente, de acordo com as políticas definidas (normais) ou apenas a prazo e, neste sentido, estamos perante necessidades ou recursos financeiros acrescidos.

H. Caldeira Menezes, na obra citada, refere-se aos elementos activos de tesouraria (EAT) e elementos passivos de tesouraria (EPT) (25).

As políticas de gestão da empresa incluem as de investimento, financiamento e distribuição de lucros, a que correspondem as necessidades e recursos extra-exploração que têm influência sobre a tesouraria, podendo ser consideradas normais ou anormais.

Estamos perante recursos extra-exploração normais, quando dispomos de um financiamento de curto prazo, usualmente renovável, para apoio à tesouraria de exploração. No caso de se tratar de um empréstimo de curto prazo não renovável, estamos perante um recurso extra-exploração normal.

Como necessidades financeiras extra-exploração damos o exemplo dos empréstimos concedidos a empresas associadas. Se forem renováveis, são considerados normais; caso contrário, serão anormais, nada tendo a ver com a exploração da actividade da empresa.

(25) Vide 1.1.

Uma gestão eficaz do circulante e do exigível a curto prazo da empresa pode contribuir de uma forma significativa, para a rendibilidade e para a saúde da situação de tesouraria (26). Definidas as políticas de gestão, todos os custos explícitos e implícitos que não as respeitem afectam anormalmente os resultados e a rendibilidade. Explícito quando, por exemplo, recorremos aos financiamentos para suportar os investimentos provenientes do aumento dos créditos concedidos ou mobilizados antecipadamente (títulos descontáveis nos bancos) ou, ainda, as letras aceites aos fornecedores e por estes descontadas nos bancos, cujos encargos, juros e despesas administrativas, para além das condições acordadas, são da responsabilidade da empresa. Custos implícitos quando não aproveitamos os descontos de pronto pagamento concedidos pelos fornecedores, ou forçamos os prazos de pagamento a ponto de afectar os fornecimentos.

A redução para o mínimo indispensável dos activos circulantes e a obtenção das melhores condições e prazos para os exigíveis de curto prazo tem como reflexos a optimização dos resultados e a minimização das necessidades de tesouraria, com efeitos positivos sobre a rendibilidade.

Qualquer alteração nas políticas de gestão praticadas que agrave as condições normais reflecte-se em mais necessidades financeiras, as quais exigem a mobilização de recursos complementares, que excedem os recursos normais resultantes da exploração ou extra-exploração, para suportar de forma adequada as necessidades de exploração e extra-exploração, o que tem implicações

(26) Ob.cit. p.123.

sobre a situação de tesouraria, e que, em situações extremas, provoca profundos desequilíbrios que podem afectar gravemente a viabilidade da empresa.

Ao nível das políticas de gestão distinguimos as relacionadas com a actividade normal da empresa, com reflexos directos na gestão eficaz do activo circulante e do exigível a curto prazo, das referentes ao investimento em activos fixos, aos financiamentos e à distribuição de dividendos.

As primeiras assentam basicamente em quatro regras muito simples:

- 1 - Reduzir, no máximo possível, as disponibilidades totais;
- 2 - Receber dos clientes o mais rapidamente possível, mas sem prejudicar a rendibilidade, o nível de actividade da empresa e a sua quota de mercado;
- 3 - Acelerar, no máximo possível, a rotação dos diversos "stocks", mas sem prejuízo dos ritmos normais de aprovisionamento, produção e comercialização;
- 4 - Atrasar, no máximo possível, os pagamentos aos fornecedores correntes e ao sector público estatal, mas sem afectar a rendibilidade e a imagem de crédito da empresa (27).

Não esquecer que estas regras, consoante os sectores de actividade, têm de ter em conta o volume das existências, de acordo com o processo tecnico-produtivo, por forma a evitar rupturas e a responder competitivamente às exigências do mercado no que respeita à concessão e obtenção de crédito.

(27) Transcrição da ob.cit. p.123 - 124.

1.3 - RELAÇÃO FUNDAMENTAL DA TESOURARIA

Pretendemos neste ponto analisar a situação de tesouraria, dada a sua influência e o papel dinâmico no desenvolvimento empresarial, com relevo para os fluxos financeiros, base da vida orgânica da empresa, uma vez que todas as operações (28) têm a sua tradução na situação de tesouraria, através dos fluxos em cada período (29).

Num sentido estamos perante a evolução dinâmica da tesouraria dado o seu ajustamento em cada momento; confunde-se com os fluxos que suportam as múltiplas operações da actividade económica e os movimentos financeiros. Noutro, apresenta uma situação, em determinado momento, que nos permite analisar e interpretar as relações existentes entre as aplicações e os recursos.

A relação fundamental da tesouraria, claramente estática, é dada pela expressão da diferença entre o fundo de maneo (FM) e o fundo de maneo necessário total (FMNT).

$$T = FM - FMNT$$

(28) Referimo-nos a operações económicas, na fase em que dão origem aos fluxos financeiros e às operações financeiras, como seja, a contracção de um empréstimo, que num momento posterior dará lugar ao seu reembolso e ao pagamento dos juros e demais encargos.

(29) Dia, semana, mês ou ano, ou qualquer outro período considerado.

Esta expressão confronta, num determinado momento, os baixos níveis de liquidabilidade das aplicações e de exigibilidade dos recursos (30) com carácter permanente e estável, que estão na origem da determinação do fundo de maneiio, com os activos circulantes e exigíveis a curto prazo, caracterizados por um reduzido grau de estabilidade, base para o cálculo do fundo de maneiio necessário total (31).

Se analisarmos cada um dos conceitos, o fundo de maneiio e o fundo de maneiio necessário total, num certo período de tempo, verificamos que têm naturezas diversas.

O fundo de maneiio, como conceito absoluto, tem uma natureza essencialmente estática, visto que a sua evolução temporal depende de factores empresariais de base estrutural, nomeadamente (32):

- Políticas de investimento em activo fixo;
- Políticas de amortização e reintegração;
- Rendibilidade global;
- Política de distribuição de lucros;
- Política de financiamento.

(30) Ver ponto 1.1.

(31) Os diferentes autores empregam, com o mesmo sentido, fundo de maneiio necessário total e necessidades de fundo de maneiio. Trata-se de problemas de terminologia que seria de toda a conveniência uniformizar, isto porque outros autores empregam as mesmas expressões com sentidos diferentes.

(32) H. Caldeira Menezes, ob.cit. p.105.

O fundo de maneiio necessário total, corresponde às necessidades financeiras não asseguradas por recursos financeiros de exploração e extra-exploração; tem um carácter dinâmico, já que está relacionado com os fluxos financeiros que suportam a actividade económica, diferentes em cada período.

Estão em confronto duas expressões que reflectem a mesma realidade empresarial, com leituras e interpretações diversas e complementares. São ferramentas-base indispensáveis que conferem e asseguram as condições estruturais para o desenvolvimento. O fundo de maneiio liga-se à estrutura financeira que suporta o desenvolvimento da actividade a prazo, enquanto o fundo de maneiio necessário total liga-se ao ciclo de exploração e extra-exploração cujas políticas têm em conta o tipo e o nível de actividade, o processo tecnico-productivo de organização e as condições de exploração dos negócios.

Para a determinação da tesouraria através da expressão referida é necessário calcular o fundo de maneiio e o fundo de maneiio necessário total. Aquele é dado pela diferença entre os capitais permanentes e o imobilizado total líquido:

$$FM = CP - ITL$$

É uma expressão que não oferece muitas dúvidas, dado o seu carácter estrutural.

Nos capitais permanentes estão incluídos os capitais próprios, constituídos pelo capital correspondente à participação dos sócios ou accio-

nistas, reservas e resultados não distribuídos e os empréstimos a médio e a longo prazo que se contrapõem ao imobilizado cuja variação depende, entre outras, das políticas de amortizações e reintegrações praticadas.

Depois de definidas as políticas de gestão, que incluem a margem de segurança de tesouraria, com o fim de assegurar os fluxos financeiros e evitar as rupturas, as condições de concessão de crédito aos clientes e a obtenção do crédito dos fornecedores e demais credores (SPE, trabalhadores), as rotações de "stocks" por forma a assegurar a actividade e o processo produtivo, determina-se o fundo de maneo necessário de exploração, pela diferença entre os activos e os passivos circulantes normais.

O fundo de maneo necessário fora de exploração (FMNFE), constituído por rubricas como empréstimos a associadas, sócios c/gerais, credores por fornecimentos de imobilizado, outros credores c/gerais, empréstimos bancários de curto prazo, provisões para dívidas de participadas em falência, etc., é determinado tendo em conta os activos e passivos extra-exploração normais.

A soma dos valores calculados para o fundo de maneo necessário de exploração e do fundo de maneo necessário fora de explo-

ração dá origem à determinação do fundo de maneo necessário total.

Utiliza-se o termo normais pressupondo que há valores provenientes de rubricas consideradas anormais. São valores anormais, activos e passivos de exploração e extra-exploração, que constituem os elementos activos de tesouraria (EAT) e os elementos passivos de tesouraria (EPT), dados pela expressão:

$$ITL + FMNT + EAT = CP + EPT \quad (33)$$

Lançamos mão da regra do equilíbrio financeiro mínimo para interpretarmos as várias situações de evolução, com base na relação fundamental da tesouraria.

Ao partirmos da permissa que o fundo de maneo é igual a zero, pressupõe-se que o imobilizado total líquido seja igual aos capitais permanentes. É uma referência para uma situação de equilíbrio financeiro estrutural. Ignora por completo as variações dos fluxos resultantes do tipo de actividade e das políticas de gestão.

Para que se mantenha esta situação de equilíbrio é necessário

(33) $EAT - EPT > 0$, dizemos que temos uma tesouraria activa ($T(a)$); $EAT - EPT < 0$, temos uma tesouraria passiva ($T(p)$). Então vem:

$$T(a) = EAT - EPT > 0$$

$$T(p) = EAT - EPT < 0$$

logo:

$$T(a) = CP - (ITL + FMNT)$$

$$T(p) = (ITL + FMNT) - CP$$

que haja a possibilidade de recurso permanente ao endividamento de curto prazo, por forma a cobrir as variações das necessidades ou aplicações financeiras.

Na prática, esta situação ocorrerá ocasionalmente, pelo que a regra em que o equilíbrio estrutural corresponde ao fundo de maneio igual a zero tem vindo a ser alterada.

Não são certamente indiferentes para a optimização da rentabilidade global da empresa, as diferentes estruturas para o equilíbrio financeiro, tratando-se por exemplo, de uma actividade de exploração de supermercados ou de construção naval.

A relação fundamental da tesouraria é um instrumento de análise e determinação da situação de tesouraria da empresa, dentro duma nova noção de equilíbrio estrutural ideal, que, na prática, de acordo com o nível de organização e controlo dos processos gestivos e políticas de gestão, dá lugar a uma nova regra para o equilíbrio estrutural, conforme veremos no ponto 3.

O equilíbrio financeiro estrutural ideal de uma empresa industrial pode ser assim representado:

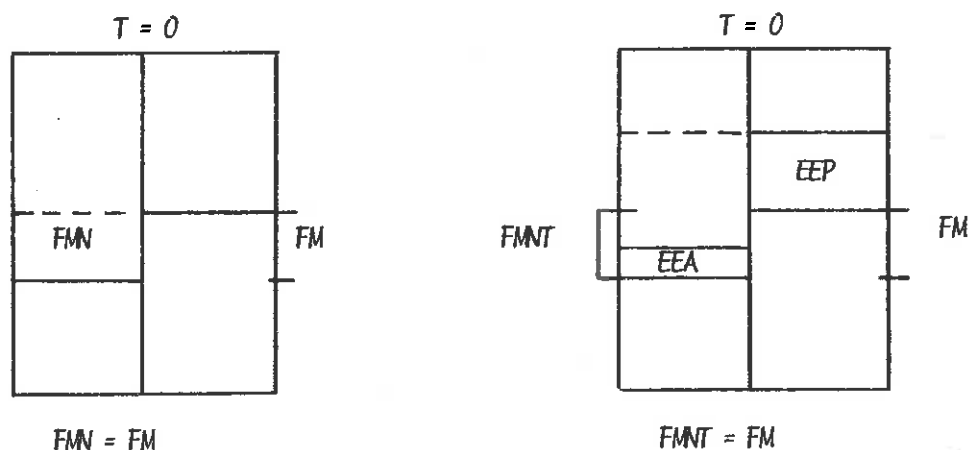


FIGURA II. 1.7 - EQUILÍBRIO ESTRUTURAL COM OS ELEMENTOS EXTRA-EXPLORAÇÃO

Se levarmos em linha de conta a necessidade de proceder às devidas correcções e ajustamentos, no sentido de colocarmos em relevo os elementos activos e passivos de tesouraria, temos como representação gráfica:

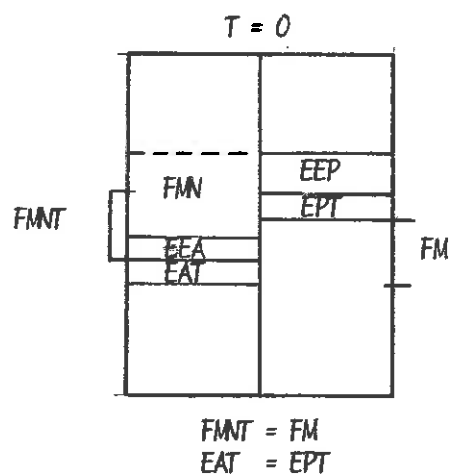


FIGURA II. 1.8 - EQUILÍBRIO ESTRUTURAL COM ELEMENTOS ACTIVOS E PASSIVOS DE TESOURARIA

2 - EFEITOS SOBRE A TESOURARIA

2.1 - RENDIBILIDADE

É condição base para o desenvolvimento e sobrevivência a prazo da empresa a sua rendibilidade (1). Muito embora possa apresentar conjunturalmente resultados negativos, sem que a sua actividade e orgânica funcional sejam afectadas, o mesmo não é possível verificar-se, tratando-se de uma situação estrutural e endémica. Neste caso, a empresa está condenada à ruptura, o que quer dizer que o conceito de rendibilidade é fundamental e condição necessária para garantir o desenvolvimento e o crescimento. A rendibilidade como conceito só tem significado em relação a um período determinado.

O objectivo de rendibilidade, escreve Pierre Conso (2), é complementar do objectivo de solvibilidade, e, a longo prazo, a situação é condição necessária, mesmo que não seja sempre suficiente, para a manutenção do equilíbrio financeiro.

A rendibilidade não é suficiente, visto que uma empresa pode

(1) É correntemente utilizada a expressão rendibilidade da exploração para relacionar os resultados da exploração com o activo da exploração. Quanto a nós a expressão a utilizar é rendibilidade do activo de exploração, dado que a rendibilidade de exploração, tem uma conotação directa com o indicador de rendibilidade absoluta os resultados de exploração, consequência do desenvolvimento da actividade económica, em sentido restrito, ou seja, proveitos e custos. Assim, rendibilidade da exploração tem a ver com os indicadores de rendibilidade absolutos relacionados com a exploração, donde destacamos os meios libertos brutos e os resultados da exploração.

(2) Ob.cit. p.50.

apresentar resultados positivos e entrar em ruptura, bastando para isso que a sua tesouraria seja estruturalmente deficitária, mercê da desadequação dos fluxos financeiros resultantes do incorrecto financiamento das necessidades ou aplicações financeiras.

Neste caso, ocorrerá a ruptura provocada pela falta de renovação de recursos fora de exploração, uma vez que os meios libertos brutos não são suficientes, em tempo, para suprirem essas necessidades; ou pela sua renovação fora de tempo, colocando a empresa à mercê dos seus credores, o que, acontecendo com frequência, conduz à não renovação pura e simples e, consequentemente, ao incumprimento; ou ainda à alteração das condições de mercado, com reflexos no nível do fundo de maneo necessário de exploração, por força da concessão de maiores créditos aos clientes ou por contracção dos créditos obtidos dos fornecedores.

Em qualquer destes casos, estamos perante uma tesouraria cronicamente deficitária; no entanto, a empresa apresenta-se rendível.

Perante as elevadas pressões da tesouraria (fluxos financeiros continuamente desajustados), a tendência natural é forçar a obtenção de recursos fora de exploração, recorrendo, por exemplo, a empréstimos bancários de curto prazo. Estamos a ver que em face da elevada exigibilidade destes recursos, somos conduzidos a um ciclo de endividamento sempre crescente, partindo do princípio de que há capacidade continuada para recorrer a este tipo de financiamento, o que normalmente é limitado. Por outro

lado, o custo destas operações é muito elevado, reflectindo-se, mais tarde ou mais cedo, directa e indirectamente na rendibilidade da empresa.

Quando dizemos indirectamente estamos a referir-nos aos efeitos sinérgicos negativos provocados na orgânica funcional e na gestão propriamente dita. A exigente concentração dos esforços para manter o equilíbrio mínimo dos fluxos financeiros leva a descurar muitas vezes aspectos da gestão que se tornam relevantes para o normal desenvolvimento da actividade, como é o caso da disponibilidade para acompanhar e compreender, em tempo útil, o conjunto dos fenómenos e reacções ao nível do mercado, seja a clientela, o mercado fornecedor ou a concorrência.

A rendibilidade pode ser analisada em termos de indicadores absolutos e indicadores relativos. Todas as obras que tratam o tema referem a rendibilidade da exploração do activo total (3) e do capital próprio, na óptica dos indicadores relativos.

Estamos perante uma relação de valores daí que, aquando da análise da rendibilidade, o façamos através dos rácios baseados nos indicadores absolutos.

Da obra de H. Caldeira Menezes, fazemos referência ao quadro de indicadores de rendibilidade, relevando os seguintes (4):

(3) Diferentes autores preferem falar da rendibilidade global da empresa ou do capital investido. Fazem também referência à rendibilidade do capital social, rendibilidade previsio -
nal do capital a investir, rendibilidade económica, rendibilidade social, etc..

(4) Ob. cit. p.37.

- . Valor acrescentado bruto (VAB);
- . Meios libertos brutos totais (MLBT);
- . Resultados de exploração (RE);
- . Resultados líquidos (RL);
- . Meios libertos líquidos totais (MLLT).

Todos estes indicadores têm por base a actividade global desenvolvida pela empresa e consequentemente assentam nas suas vendas líquidas, que se contrapõem às diferentes características da estrutura de custos. De indicadores exclusivamente económicos evoluem para indicadores mistos, económicos e financeiros, afectados não só pela exploração (proveitos e custos da exploração), como, também, pela estrutura e políticas financeira e fiscal. A sua utilização depende, quer se trate da óptica dos titulares do capital social ou da óptica pura de gestão.

Ao analisarmos os indicadores absolutos e os relativos é necessário ter os devidos cuidados quanto aos conceitos utilizados, uma vez que diferentes autores não são unânimes, embora utilizem as mesmas expressões. Portanto, é necessário conhecermos os conceitos se quisermos comparar empresas e sectores de actividade diferentes.

R.Fernandes Ferreira (5) escreve e passamos a citar, que a utilização dos rácios ou outros indicadores requer sempre ponderadas precauções, referindo, entre outras: a necessidade de utilização de terminologia e de métodos de avaliação uniforme; a

(5) Ob. cit. p.211.

adopção de valores economicamente exactos; que cada rácio deve reportar-se à mesma data ou abranger o mesmo período; para o caso de empresas com diversas actividades, os dados terão de desdobrar-se; os termos dos rácios devem escolher-se de modo a prevenir erros voluntários ou involuntários e efeitos acidentais das flutuações monetárias e, acrescentamos, o facto de os rácios incidirem, na maior parte das vezes, sobre o passado, sendo apenas um meio de análise, ainda que simples e prático, para evidenciar a situação económica e financeira.

A rendibilidade do activo de exploração é-nos dada pelo seguinte rácio:

$$\text{Rea} = \frac{\text{RESULTADO DE EXPLORAÇÃO}}{\text{ACTIVO DE EXPLORAÇÃO}} \quad (6)$$

Para além da sua importância, pode ser contraposto ao rácio da rendibilidade total, que trataremos mais adiante, entre as quais sobressai a importância que podem revestir as actividades inorgânicas.

Os resultados de exploração directamente dependentes do volume de vendas podem ser percebidos quanto ao seu valor absoluto ou em relação às dívidas. Daí que decomponhamos a rendibilidade da exploração, por forma a conjugarmos a rendibilidade das vendas ou "margem económica" com a rotação do activo.

(6) R. Fernandes FERREIRA, ob.cit. p.289, em nota pé de página, chama a atenção para a definição do activo de exploração, considerando o fundo de maneo bruto (activo circulante) ou o fundo de maneo "tout court".

$$\frac{\text{RESULT. EXPLORAÇÃO}}{\text{ACTIVO EXPLORAÇÃO}} = \frac{\text{RESULT. EXPLORAÇÃO}}{\text{VENDAS}} \times \frac{\text{VENDAS}}{\text{ACTIVO DE EXPLORAÇÃO}}$$

A rendibilidade do activo de exploração pode ser optimizada conjugando a rendibilidade das vendas com a rotação do activo, o que quer dizer que a uma redução da rendibilidade das vendas, assumida como estratégia de negócio, como seja a necessidade de aumentar a penetração no mercado ou evitar o aparecimento de novos concorrentes ou o reforço dos existentes, contrapomos a elevação da rotação do activo, que se traduz em melhorar o desempenho da produção, para responder ao esforço estratégico de aumento das vendas. Como escreve R. Fernandes Ferreira, o empresário muitas vezes baixa a margem de lucros (7) por concluir que desse modo consegue aumentar mais do que proporcionalmente a rotação do activo, obtendo consequentemente maiores lucros, ao mesmo tempo que procura praticar discriminações nos preços que, possibilitando o aumento das vendas, impliquem maior rotação do activo e, por via disso, acréscimos das taxas de rendibilidade.

Tem grande importância conhecermos qual o limiar da rendibilidade, positiva ou negativa, resultante das vendas ou do nível de actividade.

O custo, volume e resultados, mais conhecidos por teo -

(7) Adoptamos rendibilidade das vendas, por estarmos a tratar da exploração ou resultados económicos, assim como, quando falamos da rotação do activo, referimo-nos ao activo de exploração ou económico. Outros autores também lhe chamam margem económica. Veja-se Gérard CHARREAUX, GESTION FINANCIERE, Paris, Litec, 1986.

ria do CVR, determina este limiar, com base em vários pressu-
postos. Na prática, salvaguardando as devidas correcções e cui-
dados, permite a sua explicação como auxiliar importante da ges-
tão, na determinação do chamado ponto de equilíbrio económico.^[8]

A teoria do CVR, citando H. Caldeira Menezes, tem como objectivo
essencial o estudo da rendibilidade de exploração da empresa
através da análise dos proveitos, dos custos de exploração e das
relações existentes entre eles, em estreita e exclusiva liga-
ção com o nível de actividade. Mais adiante, este autor apresen-
ta a inventariação e a crítica dos pressupostos mais importantes
da teoria do CVR:

1. E sempre possível classificar os custos da empresa
em fixos e variáveis e na directa dependência do ní-
vel de actividade;
2. Os custos fixos mantêm-se rigorosamente estáveis
ao longo do tempo, independentemente do nível de
actividade;
3. Os custos variáveis totais são rigorosamente pro-
porcionais em relação ao nível de actividade;
4. A gama de produção da empresa reduz-se a um só pro-
duto ou a diversos produtos que, no entanto, variam
em proporções exactamente constantes com o nível
de actividade;

[8] Consoante os autores, denominado ponto morto económico, ponto crítico das vendas ou
"break even point".

5. O preço de venda unitário é estável ao longo do tempo;

6. A fabricação de produtos acabados identifica-se com o volume físico das vendas, ou seja, não há lugar à formação de "stocks" de produtos fabricados e em vias de fabrico.

Todos estes pressupostos são passíveis de críticas, com referência à realidade prática. De uma forma resumida tecemos alguns comentários:

- a) Há custos que são mais correctamente chamados semifixos e semivariáveis;
- b) O nível dos custos é influenciado pela qualidade da gestão e por factores de natureza externa à empresa;
- c) Os custos fixos ou de estrutura mantêm-se dentro de uma certa amplitude de variação da actividade, para além da qual sobem em cascata;

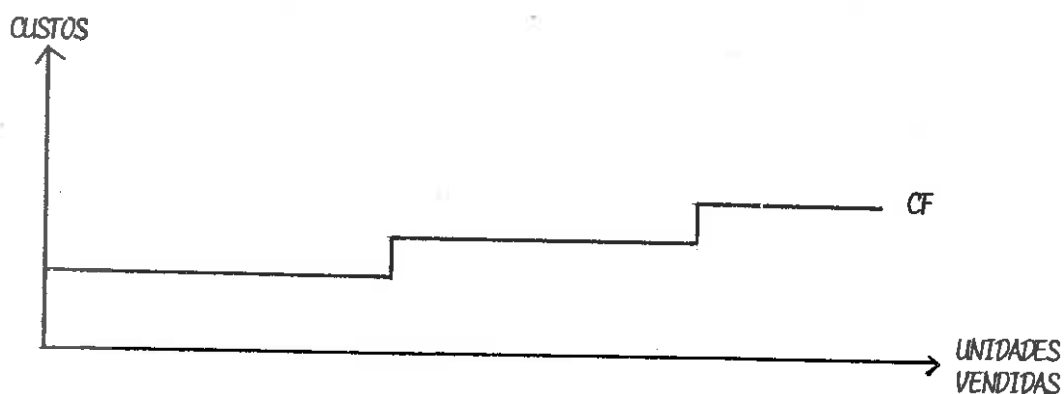


FIGURA 11. 2.1 - EVOLUÇÃO EM CASCATA DOS CUSTOS FIXOS

- d) - Mercê das leis dos rendimentos crescentes e dos rendimentos decrescentes, o custo variável unitário não é uma função linear do nível de actividade e o preço de venda unitária apresenta-se sob a forma de uma curva côncava;

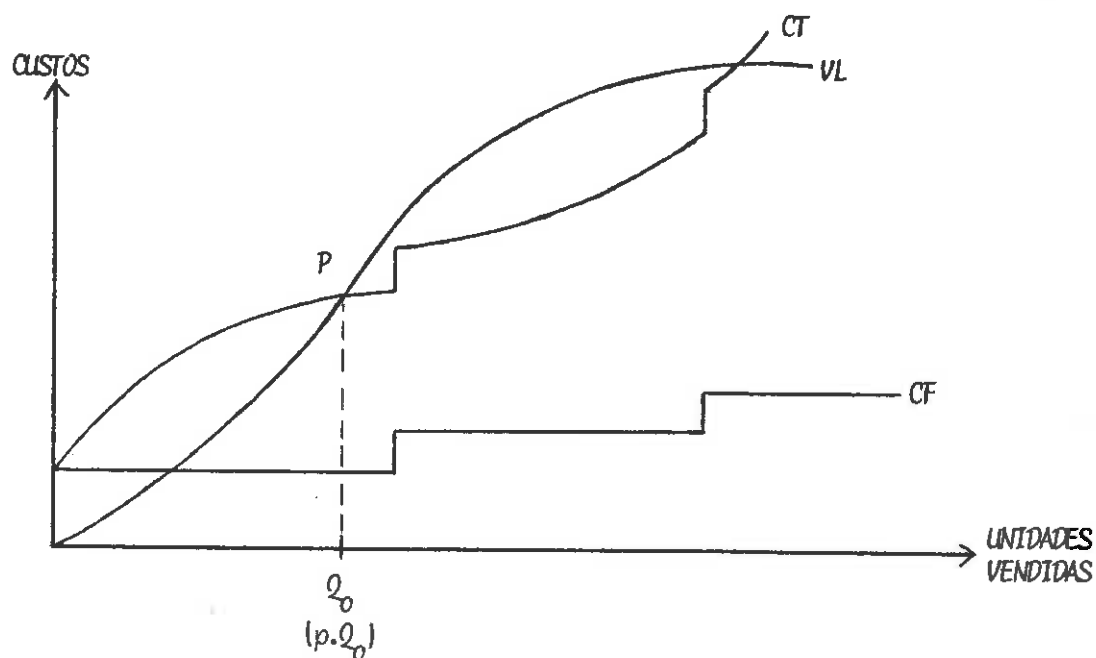


FIGURA 11. 2.2 - PONTO DE EQUILIBRIO E LEIS DOS RENDIMENTOS CRESCENTES E DECRESCENTES

- e) - Normalmente, a empresa não produz um só produto mas uma gama de produtos, não fabricados proporcionalmente; por outro lado, os "stocks" de produtos acabados e em vias de fabrico não se mantêm invariantes.

O ponto de equilíbrio em quantidades e valores determina-se através das expressões:

$$Q_0 = \frac{CF}{p-v}$$

$$VLo = \frac{CF}{1 - \frac{Cv}{p}}$$

ou

$$VLo = \frac{CF}{1 - \frac{CV}{VL}}$$

(9)

(9) CT - custos totais;

CF - custos fixos;

CV - custos variáveis;

Cv - custo variável unitário;

p - preço de venda unitário;

Q - unidades produzidas e vendidas (nível de actividade);

RE - resultados de exploração;

VLo - vendas líquidas no ponto de equilíbrio;

RE = VL - (CV + CF) = 0;

VL = CV + CF;

$p \cdot Q_0 = Cv \cdot Q_0 + CF$

$Q_0 = \frac{CF}{p-Cv}$

$VLo = p \cdot Q_0$

$VLo = \frac{CF}{(1-Cv)/p}$

$VLo = \frac{CV}{VL} \cdot VLo + CF$

$VLo = \frac{CF}{1 - \frac{CV}{VL}}$

No ponto de equilíbrio, a margem sobre os custos variáveis, margem de absorção ou margem total das vendas líquidas, iguala os custos fixos e é dada pela expressão:

$$MT = \alpha \cdot VL \quad (10)$$

graficamente

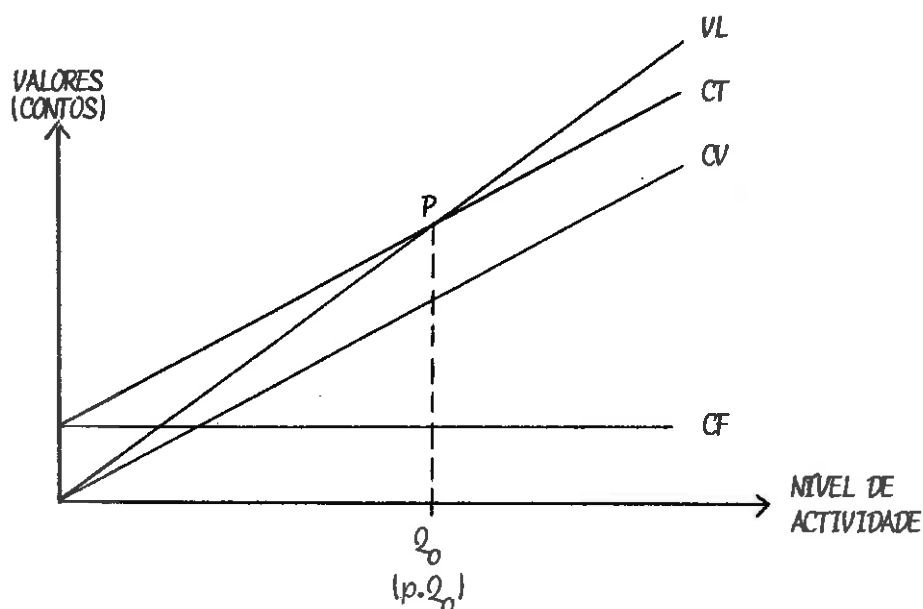


FIGURA II. 2.3 - PONTO DE EQUILÍBRIO

(10) MT - margem total das vendas líquidas (excesso das vendas em relação a CV)

α - coeficiente de não absorção

$$VL - CV = CF = MT$$

$$MT = p \cdot Q - C_v Q$$

$$MT = Q (p - C_v)$$

$$\frac{MT}{p \cdot Q} = \left(1 - \frac{C_v}{p}\right)$$

$$MT = \frac{(1 - C_v) \cdot VL}{p}$$

donde,

$$\alpha = 1 - \frac{C_v}{p}$$

Podemos utilizar outro processo trabalhando com os custos fixos e o coeficiente de não absorção (α); neste caso, o ponto de equilíbrio é assim determinado:

$$VLo = \frac{CF}{\alpha}$$

graficamente

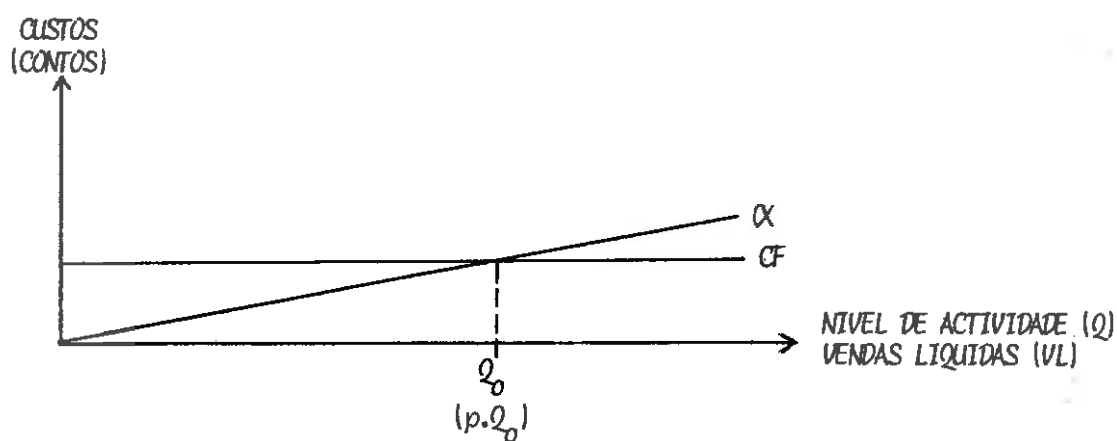


FIGURA II. 2.4 - PONTO DE EQUILÍBRIO
(COEFICIENTE DE NÃO ABSORÇÃO (α))

um pequeno exemplo:

vendas líquidas	800.000 contos
custos variáveis	600.000 contos
margem total	200.000 contos
custos fixos	120.000 contos
resultados exploração ..	80.000 contos
unidades vendidas	100.000

$$p = 8 \text{ contos}$$

$$Cv = 6 \text{ contos}$$

ponto de equilíbrio em quantidades 60.000 unid.

$$\alpha = 1 - \frac{CV}{p} = 0,25$$

$$VLo = \frac{CF}{\alpha} = 480.000 \text{ contos}$$

graficamente

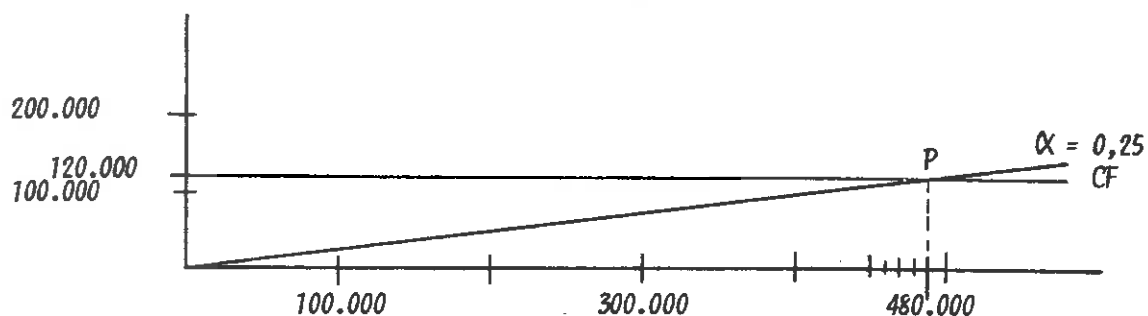


FIGURA II. 2.5 - REPRESENTAÇÃO DE CASO PRÁTICO

Fazendo variar os coeficientes de não absorção (α) com uma estrutura de custos fixos determinada e, inversamente, fixando o coeficiente e fazendo alterar a estrutura de custos fixos, podemos elaborar um quadro de dupla entrada, com variações alternativas que nos mostra a influência da margem total (MT) do negócio e da estrutura de custos fixos sobre o nível de actividade. Vejamos um exemplo:

$\alpha(\%)$	CF	(contos)				
		60.000	120.000	180.000	240.000	300.000
12,5		480.000	960.000	1.440.000	1.920.000	2.400.000
25,0		240.000	480.000	720.000	960.000	1.200.000
37,5		160.000	320.000	480.000	640.000	800.000
50,0		120.000	240.000	360.000	480.000	600.000
62,5		96.000	192.000	288.000	384.000	480.000

graficamente

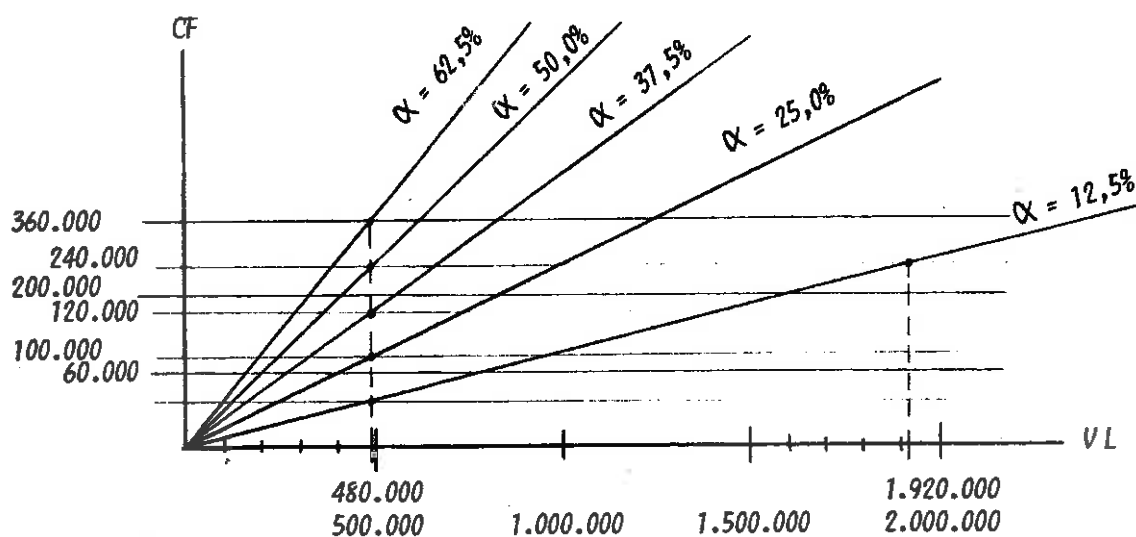


FIGURA 11. 2.6 - COEFICIENTES DE ABSORÇÃO

A rentabilidade dos capitais próprios relaciona um dos indicadores absolutos mais importantes, os resultados líquidos (11) com os capitais próprios, num determinado período, normalmente um exercício.

Pode acontecer que os capitais próprios ao longo desse período registem variações. Neste caso, há que ter os devidos cuidados, dada a influência sobre o indicador. Não só a variação do capital próprio tem efeitos sobre os resultados líquidos como é diferente o indicador se for tomado sobre o capital inicial ou final.

$$RC'P = \frac{\text{RESULT. LÍQUIDOS (RL)}}{\text{CAPITAL PRÓPRIO (C'P)}}$$

A rentabilidade dos capitais próprios é directamente influenciada por via dos resultados líquidos, base da remuneração dos

(11) R. Fernandes FERREIRA, ob.cit. refere-se aos resultados do exercício.

capitais próprios, através dos dividendos ou lucros distribuídos e, passamos a citar (12), por factores de natureza económica (resultados de exploração), inorgânicos (resultados extra-exploração), financeiros (custos financeiros de financiamento) e fiscal (provisão para impostos sobre lucros). Isto, porque os resultados líquidos reflectem as estratégias de gestão seguidas, como sejam:

- . Políticas económicas (resultados de exploração);
- . Políticas de gestão (nível de amortizações, reintegrações e provisões);
- . Políticas financeiras (custos financeiros de financiamento);
- . Políticas económicas extra-exploração (resultados orgânicos);
- . Política fiscal (taxa de imposto sobre lucros).

As políticas financeiras ganharam um grande relevo pela influência que têm sobre a rendibilidade dos capitais próprios como consequência das políticas de endividamento, com reflexos directos sobre a autonomia e riscos financeiros, matérias que são tratadas sob o tema designado pela expressão anglo-saxónica LEVERAGE.

Para além do efeito da fiscalidade temos a inflação que também interfere com a rendibilidade dos capitais próprios, com efeitos sobretudo negativos se, entretanto, não forem tomadas determinadas medidas de gestão em tempo oportuno.

(12) H. Caldeira MENEZES, ob.cit. p.65.

LEVERAGE como a inflação são temas que trataremos mais adiante, pelas repercussões sobre a rendibilidade, e pelas consequências que ocasionam, via liquidez, na tesouraria da empresa.

Podemos decompor o indicador por forma a analisar os factores sobre os quais é possível actuar, para optimizar a rendibilidade, conjugando a margem líquida com a rotação do capital próprio:

$$\frac{\text{RESULT. LIQUIDOS}}{\text{CAPITAL PRÓPRIO}} = \frac{\text{RESULT. LIQUIDOS}}{\text{VENDAS}} \times \frac{\text{VENDAS}}{\text{CAPITAL PRÓPRIO}}$$

Outra decomposição com interesse coloca em evidência a margem líquida, a rotação do capital total e o coeficiente de endividamento:

$$R.C'P = \frac{\text{RESULT. LIQUIDOS}}{\text{VENDAS}} \times \frac{\text{VENDAS}}{\text{ACTIVO TOTAL}} \times \frac{\text{ACTIVO TOTAL}}{\text{CAPITAL PRÓPRIO}}$$

É necessário interpretar com cuidado este indicador, uma vez que uma elevada rotação do capital total traduz uma situação de eficiência, ao passo que um elevado coeficiente de endividamento reflecte uma situação financeira precária.

A rendibilidade total, ou do activo total, relaciona os resultados líquidos, apurados num determinado período, com o conjunto das actividades orgânicas e inorgânicas processadas na empresa:

$$\text{RAT} = \frac{\text{RESULT.LIQUIDOS (RL)}}{\text{ACTIVO TOTAL (AT)}}$$

Conjugado com a rendibilidade do activo de exploração permite-nos analisar a influência da actividade extra-exploração, ou actividade inorgânica, para a formação dos resultados líquidos dado que os capitais alheios e os juros respectivos são factores inorgânicos (13).

Este indicador evidencia a eficiência total da empresa, a rendibilidade média de todo o capital investido, citamos (14):

$$\frac{\text{RESULT.LIQUIDOS}}{\text{ACTIVO TOTAL}} = \frac{\text{RESULT.LIQUIDOS}}{\text{VENDAS}} \times \frac{\text{VENDAS}}{\text{ACTIVO TOTAL}}$$

A base da rendibilidade de uma empresa deve ser sem dúvida os resultados da exploração. Contudo, podem ter relevo as actividades extra-exploração, reflectidas nos resultados líquidos, para além de outros factores dependentes das estratégias de gestão escolhidos.

Uma margem líquida das vendas baixa pode ser compensada por uma rotação eficiente do capital total e desta forma conseguem-se bons níveis para a rendibilidade do activo total.

(13) Muitas empresas apresentam resultados líquidos elevados, logo uma boa rendibilidade do activo total, mercê de aplicações de capital extra-exploração (inorgânicas). Normalmente, estas aplicações são conjunturais e encobrem deficiências de exploração, base do negócio, estruturais, logo endémicas.

(14) R.Fernandes FERREIRA, ob.cit. p.295, vol.I.

Este indicador tem sobretudo interesse para fazer comparações entre empresas do mesmo e de diferentes sectores, salva-guardados que sejam os cuidados quanto à sua elaboração e base comparativa, já referidos, ainda que de uma forma sintética.

Não podemos terminar esta análise da rendibilidade sem uma referência ao autofinanciamento (15). É um conceito sobre o qual é diverso o entendimento entre os autores.

Trata-se da retenção de lucros no seio das empresas, a qual se traduz, como consequência necessária, na formação de disponibilidades ou de outros meios patrimoniais, ou, representa o conjunto de meios líquidos gerados pela empresa e nesta anualmente retidos, e que não revelam qualquer vínculo imediato de exigibilidade, citámos (16).

Retenção de lucros ou meios líquidos gerados pela empresa, são termos ou expressões utilizadas, com sentidos diferentes (17). Os lucros identificam-se com resultados, mas nos meios libertos líquidos incluem-se os resultados líquidos retidos, amortizações, reintegrações e provisões.

Pierre Conso fala no excedente monetário disponível consti -

(15) É corrente o uso das expressões, autofinanciamento bruto e líquido, cujos conteúdos são diversos. Autofinanciamento bruto é identificado com meios libertos brutos ou poupança bruta da empresa e autofinanciamento líquido identificado com lucros retidos. Há ainda outros conceitos para o que recomendamos a consulta às obras referenciadas. Quanto a nós utilizamos o conceito, tão só, de autofinanciamento.

(16) R.Fernandes FERREIRA, p.161 e H.Caldeira MENEZES, p.78, ob.citadas.

(17) Chamamos a atenção para a diversa interpretação de lucros.

tuído pelos lucros líquidos retidos em forma de reservas e pelas amortizações e provisões, o que corresponde aos meios libertos líquidos retidos.

O autofinanciamento anual, quando positivo, reflecte-se na liquidez em forma de disponibilidades ou no aumento do activo dependente da política da empresa.

Sem dúvida que é o recurso próprio que permite a maior independência e autonomia em relação a terceiros, como seja, no limite, a sua utilização em exclusivo como medida do crescimento e desenvolvimento da empresa.

As políticas aplicadas para o autofinanciamento apresentam vantagens e inconvenientes que sumariamos:

a) - Quanto às vantagens:

1. Evita o recurso ao endividamento excessivo;
2. Não representa um custo ou encargo directo;
3. Permite a defesa das posições maioritárias, desde que seja o recurso base assumido para sustentar o desenvolvimento e a expansão;
4. Aligeira o peso da fiscalidade, através da política das amortizações, reintegrações e provisões.

b) - Quanto às desvantagens:

1. Perda de oportunidade de negócios, face à necessidade de proceder a investimentos estratégicos, por insuficiências com a libertação dos recursos;

2. Redução da rendibilidade dos capitais próprios e da eficiência da empresa, face à racionalização da estrutura dos capitais permanentes;
3. Desinteresse manifesto dos accionistas minoritários, face ao baixo valor de rendimento atribuído com reflexos nas rotações, no caso da empresa ser dominada por uma maioria interessada na capitalização a longo prazo.

2.2 - INFLAÇÃO

A inflação é um fenómeno que desde sempre tem afectado as sociedades, mais ou menos profundamente, que nos últimos decénios tem merecido uma atenção muito especial das entidades responsáveis pela condução das políticas macro-económicas. Conjuntamente com o emprego e os impostos estão na base e inibem o desenvolvimento das sociedades modernas, sobre os quais é preciso actuar de uma forma conjugada. Ao privilegiar-se a criação de empregos, incentivam-se as políticas conducentes ao investimento, criando condições favoráveis à aplicação e canalização dos capitais próprios e alheios ao mesmo tempo que promove o autofinanciamento, orientando-o para o desenvolvimento das empresas.

O aumento da massa monetária apoiada no efeito multiplicador reflecte-se no consumo, contribuindo para a pressão inflacionista, até à sua reciclagem.

Os impostos, fonte de receita do Estado, são utilizados como instrumento visando a redistribuição e o controlo da perda do poder de compra da moeda, resultante da subida generalizada dos preços internos.

A taxa de inflação, sendo um coeficiente médio, determinado com base num conjunto de bens previamente seleccionados, não reflecte a realidade da variação dos preços de todos os bens, que naturalmente apresentam variações muito díspares.

Quando utilizamos a taxa de inflação como base para proceder a

correcções, pode muito bem acontecer que os preços dos bens a corrigir tenham tido uma variação muito diferente, do índice médio aplicado, para o que é necessário tomar as devidas precauções e cuidados.

Uma coisa é certa, a inflação falseia as informações das empresas, se os valores não forem convenientemente corrigidos e, citando ALAIN SENÉTERRE, dando-lhes a ilusão de realizar lucros enquanto estes apenas são nominais, deformando os cálculos de rendibilidade e fazendo incidir impostos sobre ganhos fictícios.

Ao determinarmos a rendibilidade real, em muitos casos verificamos ser esta negativa, muito embora a rendibilidade nominal tenha apresentado valores positivos de bom nível, correspondentes a resultados líquidos contabilísticos, uma parte dos quais a distribuir pelo Estado e pelos sócios, sob as formas de imposto sobre lucros e de dividendos. A empresa, apresenta um endividamento crescente e uma grande pressão sobre a tesouraria.

Os resultados fictícios conduzem à descapitalização, daí a necessidade de proceder a correcções, por efeito da erosão monetária. A salvaguarda dos efeitos da inflação deve incidir sobre a política de fixação dos preços de venda, a política de investimentos em capital fixo e a política global de financiamento. A política de fixação de preços deve ter em conta a repercussão total e imediata de todos os custos que tenham sofrido alterações, reflectir o efeito da fiscalidade, salvaguardar a erosão dos capitais próprios, defendendo o nível adequado dos resultados líquidos reais. Porém, há dificuldades e limitações

da gestão, como resposta aos desajustamentos estruturais e

às deficiências orgânico-funcionais, que não permitem repercutir, total e rapidamente, os acréscimos de custos nos preços de venda; ao nível da concorrência, pela necessidade de manter posições num mercado crescentemente competitivo, garantindo margens brutas adequadas para a rendibilidade pretendida; ao nível dos preços, em especial, dos preços controlados legalmente, por não ser possível a sua alteração, necessitando que se actue sobre a produtividade.

Os investimentos em activos corpóreos de substituição, expansão ou inovação apresentam valores sempre crescentes conforme os níveis verificados para a inflação, reflectindo-se ao nível dos preços dos produtos ou serviços prestados, através das amortizações e reintegrações ou, no caso de investimentos anteriormente realizados, fazendo reavaliações, o que só ocasionalmente é permitido por lei.

Uma política de investimentos deve salvaguardar a produtividade e garantir a competitividade a prazo.

As políticas de financiamento deverão ter em conta uma estrutura financeira adequada, com recurso aos capitais permanentes, por forma a cobrir os investimentos em activo fixo, e os investimentos em fundo de maneo por forma a suportarem o aumento dos créditos comerciais aos clientes e a elevação do nível das existências, na parte não contrabalançada pelos créditos obtidos dos fornecedores, estes com tendência a reduzir as facilidades numa conjuntura inflacionista.

Os efeitos da inflação deverão ser analisados económica, financeira e globalmente (1).

(1) Com referência à obra citada de H. Caldeira MENEZES, p.96 e seguintes.

Na perspectiva económica, deverão ser salvaguardados os meios libertos (2) e os resultados da exploração, repercutindo nos preços de venda os custos de exploração resultantes da erosão monetária, as amortizações e reintegrações provenientes das reavaliações dos imobilizados pelo facto de estarem contabilizadas a custo histórico, e as provisões constituídas para cobrir os riscos comerciais da concessão de créditos aos clientes e as menos valias cambiais resultantes dos fornecimentos, utilizando diferentes moedas. Na óptica da gestão é indispensável constituir reintegrações correspondentes às reavaliações e provisões para fazer face aos créditos duvidosos e a variações cambiais. Contudo, não é menos importante medir os efeitos da fiscalidade daí resultantes, o que pode anular os efeitos pretendidos por transferência para o Estado.

Na perspectiva financeira preservando os resultados líquidos pela indexação das taxas de juro ao nível da taxa da inflação, o que se traduz em custos financeiros de financiamento ajustados; pela constituição de provisões que salvaguardem os riscos de câmbio resultantes de empréstimos contraídos em moeda estrangeira; por outras medidas que preservem a desvalorização monetária das disponibilidades e dos valores correspondentes aos créditos concedidos aos clientes, e que defendam a degradação dos

(2) Os meios libertos brutos de exploração são iguais aos resultados de exploração mais as amortizações, reintegrações e provisões de exploração ou, dito de outra forma são iguais às vendas líquidas menos os custos das existências vendidas e consumidas e outros custos com exclusão das amortizações, reintegrações e provisões de exploração.

capitais próprios, o que está na base do crescente recurso aos financiamentos para suportar os investimentos em capital fixo e os acréscimos do fundo de maneo necessário total (3).

Globalmente é preciso defender a rendibilidade e a tesouraria da empresa. A inflação, por ter efeitos económicos e financeiros perversos, afecta os resultados líquidos e a tesouraria, o que constitui o eixo principal das preocupações com vista à salvação e à defesa da sobrevivência da empresa. Se os resultados líquidos reais decrescem, vemos afectado o autofinanciamento (4), ainda que possamos defender a rendibilidade dos capitais próprios através do efeito LEVERAGE, tendo em conta a estrutura dos capitais permanentes (5). Contudo, se os resultados líquidos reais são muito reduzidos coloca-se em causa a sua rendibilidade.

A tesouraria é afectada se o autofinanciamento de uma forma e o fundo de maneo de outra não forem suficientes para compensar a elevação do fundo de maneo necessário total. Se o autofinanciamento for elevado, mas a rotação dos activos e passivos circulantes for baixa, pode acontecer que seja insuficiente para evitar dificuldades da tesouraria devido a verificar-se um desajustamento nos fluxos financeiros.

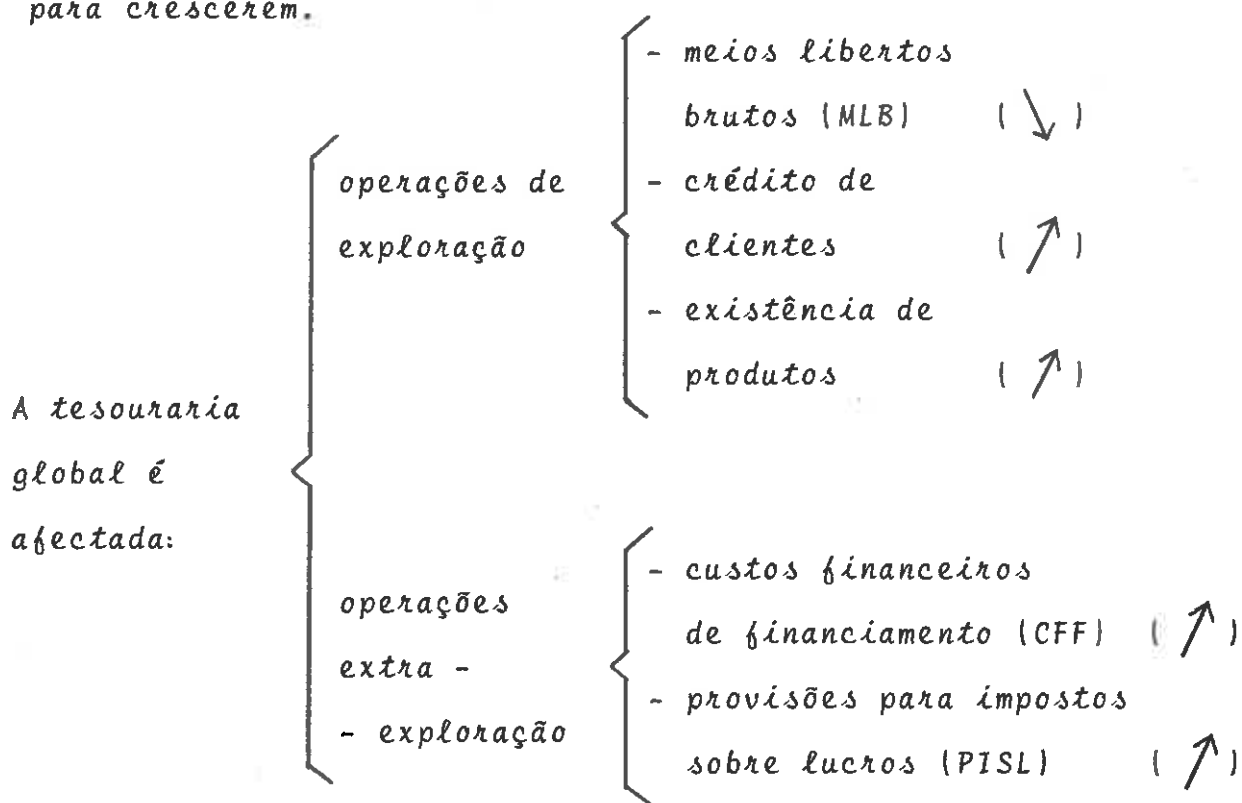
A tesouraria global é afectada por dois tipos de fluxos, os cor-

(3) Relembramos que o fundo de maneo necessário total é igual ao fundo de maneo necessário de exploração mais o fundo de maneo necessário extra-exploração, ou seja, $FMNT = FMN + FMNE$.

(4) Que o mesmo é dizer meios libertos líquidos retidos (MLLR). Ob.cit.p.45.

(5) Sobre o LEVERAGE, ver ponto 2.3.

respondentes às operações de exploração e às operações extra-exploração. Os primeiros dizem respeito aos meios libertos brutos, decrescentes por acção da inflação, e aos activos circulantes, com tendência para crescerem devido à elevação do crédito concedido aos clientes e ao aumento das existências, sem a devida contrapartida dos créditos obtidos; os segundos correspondem aos custos financeiros de financiamento e às provisões para impostos sobre lucros, ambos com tendência para crescerem.



A inflação tem consequências no nível dos capitais permanentes forçadamente crescentes, mercê dos investimentos em imobilizado, cujos valores de aquisição, em cada período, são diferentes e normalmente mais elevados, e dos investimentos em fundo de maneio, também estes crescentes.

Com isto, passamos a ter uma outra questão que é a de saber qual a estrutura de capitais próprios e capitais alheios mais adequada, por forma a garantir a rendibilidade dos capitais próprios e a satisfazer os custos com os capitais alheios. Estamos a ver que, passando a considerar a físcalidade, as distorções e exigências provocadas pela erosão monetária, necessitam de se estudar com cuidado e atenção, para salvaguarda da rendibilidade da empresa.

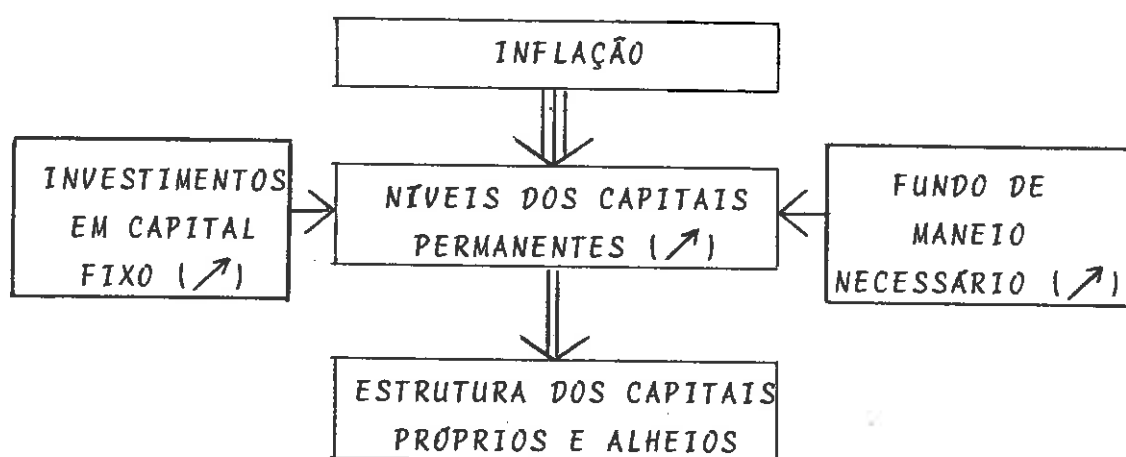


FIGURA II.2.7 - EFEITOS DA INFLAÇÃO

Num período de crescente inflação, são várias as consequências sobre a empresa (6).

PERÍODO DE INFLAÇÃO reflecte-se:	{	- Autofinanciamento	(↘)
		- Capital social	(↘)
		- Endividamento	(↗)
		- Taxas de juro	(↗)

(6) Conforme exposto ao longo deste texto.

(7) Ob.citada, p.344.

Citando H.CALDEIRA MENEZES (7), a inflação pode exercer uma diferente influência sobre o desenvolvimento da empresa: positiva, na medida em que a fuga à detenção de activos monetários originar a realização de investimentos economicamente fundamentados e o recurso ao crédito proporcionar efectivos ganhos sobre o capital mutuado ou de natureza fiscal; negativa, se e na medida em que o autofinanciamento anual for afectado e tiver de ser compensado por um endividamento crescente, o que, aliás, geralmente acontece na vida real.

Em épocas de inflação e de carência de liquidez, citando ROGÉRIO FERNANDES FERREIRA (8), os financiamentos por capital alheio tornam-se nominalmente mais onerosos e revelam-se de mais difícil obtenção, põem as empresas na dependência dos seus credores ou, de outro modo, colocam-na em má situação financeira ou com estrutura financeira desadequada.

(8) Ob.citada: vol.II, p.116.

2.3 - LEVERAGE

2.3.1 - INTRODUÇÃO

Tradicionalmente, as empresas dispunham de elevada solvibilidade (1). Os investimentos em activos fixos e activos circulantes eram cobertos, em elevada percentagem, por capitais próprios.

Os sócios e accionistas ao investirem, para além da satisfação na realização dos projectos, pretendiam o poder económico e financeiro e crescente reconhecimento social.

A remuneração dos capitais próprios fazia-se de uma forma explícita pela distribuição dos resultados, pelo aumento do valor da empresa (2) retendo os resultados, total ou parcialmente, ou de uma forma implícita na medida em que é prestigiante e confere reconhecimento o facto de estar ligado a uma empresa de êxito.

Entretanto, a profunda evolução verificada nas organizações e a velocidade a que ocorre, conduz a elevadas exigências de qualificação técnica de gestão, conferindo um relevo preponderante à figura do gestor-empresário (3), no quadro da qualidade da gestão, provocando a dissociação entre quem é responsável pela gestão dos negócios e os sócios e accionistas mais preocupados em otimizar os seus investimentos, numa perspectiva de aplicação de capitais.

(1) Relembramos o rácio; $\text{solvibilidade} = \frac{C'P}{ET}$.

(2) Ver, AVALIAÇÃO DE EMPRESAS, MARIA LEONOR FERREIRA, Lisboa, edição do autor, 1988.

(3) É interessante analisar a evolução das figuras de empresário, gestor e gestor-empresário.

Embora desejável, a defesa de elevados níveis de solvibilidade, frente à competição empresarial, à necessidade de defender o crescimento e o desenvolvimento das empresas para satisfazer os diversos credores, não é mais possível dispor de capitais abundantes, antes, porém, é forçoso exigir a optimização dos recursos disponíveis, donde se relevam os financeiros.

É difícil o crescimento e o desenvolvimento sem um adequado suporte financeiro, o que se obtém através do autofinanciamento e recorrendo a financiadores externos e aos sócios ou accionistas.

Quicá é necessário minimizar o risco económico e financeiro, garantindo a remuneração dos capitais alheios, de acordo com as condições contratadas, e dos capitais próprios, no quadro duma política de endividamento enquadrada na política geral da empresa.

O estudo do LEVERAGE permite-nos adequar a política de gestão, conjugando a remuneração dos capitais próprios e o nível do endividamento com uma política de crescimento, controlando os riscos económico e financeiro.

2.3.2 - LEVERAGE ECONÓMICO, FINANCEIRO E COMBINADO

Para assegurar a actividade e o seu natural crescimento as empresas dispõem de aparelhos produtivos, comerciais e administrativos que se desejam racionais e optimizados, uma vez que correspondem a estruturas fixas.

O nível de actividade deverá ser tal que permita suportar essas estruturas e obter resultados de exploração maximizados, resposta dada pela teoria do CVR, ao estudar o limiar da rendibilidade.

de da empresa, nas condições e pressupostos definidos.

O efeito económico de alavanca relaciona os resultados de exploração com o nível de actividade, permitindo-nos analisar as suas variações ou, de outra forma, tem por objectivo avaliar a sensibilidade dos resultados em face das variações do nível de actividade.

Ao medir a sua elasticidade para períodos diferentes, mantendo a estrutura de custos e a margem total, verificamos que o coeficiente encontrado é constante.

Trata-se do grau económico de alavanca (GEA), positivo se maior que a unidade, podendo ser determinado pela expressão:

$$GEA = \frac{\frac{\Delta RE}{REO}}{\frac{\Delta VL}{VO}}$$

Considerando uma dada estrutura da empresa:

$$GEA = \frac{MTO}{REO} \quad \text{ou} \quad GEA = \frac{\alpha VO}{\alpha VO - CF} \quad (4)$$

Salientar que, quanto maior o grau económico de alavanca, maior é o risco económico.

(4) Considerando os pressupostos da teoria do CVR.

$$GEA = \frac{MTO}{REO} = \frac{MTO}{MTO - CF}$$

donde,

$$GEA = \frac{\alpha VO}{\alpha VO - CF}$$

O recurso ao endividamento ocasiona custos financeiros de financiamento (CFF) que se repercutem sobre os resultados de exploração (RE), ao que há a acrescentar mais a tributação fiscal, que normalmente se trata sob a forma de provisão para impostos sobre lucros (PISL), após o que se apura o resultado líquido (RL).

Quanto à fiscalidade, embora tenha um peso relevante para o apuramento dos resultados líquidos, o seu valor é previamente conhecido e com o qual teremos de contar para qualquer política financeira. Os custos financeiros de financiamento resultantes do endividamento deverão merecer muita atenção, dado a sua decisiva no desenvolvimento da empresa. Daí a importância do efeito financeiro de alavanca ao permitir-nos estudar as relações existentes entre os resultados de exploração (RE) e os resultados líquidos (RL).

O efeito manifesta-se sempre que ocorram custos financeiros de financiamento e impostos sobre lucros, podendo actuar num ou noutro sentido (positivo ou negativo), permitindo-nos analisar a capacidade da empresa para, através do recurso ao crédito, maximizar os resultados líquidos e a rendibilidade dos capitais próprios (5),

$$RL = RE - CFF - PISL$$

$$RL = [(Rea \cdot C'P) + (Rea - i) \cdot ET] (1-t)$$

$$RC'P = [\lambda(Rea - i) + Rea] (1-t) \quad (6)$$

(5) Ob.cit. p.68, H.CALDEIRA MENEZES.

(6) Para a dedução das expressões consultar a obra citada.

$\lambda = \frac{ET}{C'P}$ corresponde ao inverso da solvibilidade.

O efeito financeiro de alavanca reflecte a estrutura financeira, ou seja, a composição de capitais próprios e alheios. Necessariamente o custo do endividamento repercute-se sobre os resultados líquidos e afecta a rentabilidade dos capitais próprios. Trata-se de um meio cómodo para assegurar o crescimento rápido do activo económico, suporte a uma política de desenvolvimento acelerado da actividade e ao consequente poder económico acrescido da empresa. Verificamos que a rentabilidade aumenta com o endividamento até um limiar crítico em que os custos financeiros de financiamento permitem uma suficiente remuneração dos capitais próprios. Com isto cresce o risco financeiro e consequentemente o risco de perda de autonomia.

A política de endividamento permite elevados ritmos de crescimento, é favorecida por taxas elevadas de inflação e pelas baixas taxas de juro, mas conduz à erosão do autofinanciamento mesmo que a rentabilidade de exploração seja elevada, uma vez que é influenciada pelos resultados de exploração e pelo valor e composição do activo total (AT), o que, conjugado com o crescimento, poderá afectar estruturalmente a liquidez.

Convém referir a importância da equipa de gestão para a estratégia empresarial, donde relevamos as políticas financeiras. Interessante será analisar o efeito financeiro de alavanca, sobre o crescimento da empresa, após a remuneração do capital próprio.

Retomemos a expressão, ignorando o efeito da fiscalidade:

$$RC'P = Rea + (Rea - i) \frac{ET}{C'P}$$

O crescimento da empresa faz-se a uma taxa correspondente aos resultados líquidos retidos, dada pela expressão (7):

$$c = r Rea + r (Rea - i) \frac{ET}{C'P}$$

Verificamos que a optimização do crescimento é conseguida pela conjugação da:

- Rendibilidade de exploração (Rea);
- Política de endividamento ($\frac{ET}{C'P}$);
- Política de distribuição de resultados aos sócios ou accionistas.

A política de distribuição de dividendos é compensada pelo efeito financeiro de alavanca e pela adopção de uma política de endividamento adequada.

$$(7) RC'P = Rea + (Rea - i) \frac{ET}{C'P}$$

$$r RC'P = r [Rea + (Rea - i) \frac{ET}{C'P}]$$

$$c = r Rea + r (Rea - i) \frac{ET}{C'P}$$

r - Coeficiente de retenção dos resultados líquidos após a remuneração dos sócios ou accionistas.

c - Taxa de crescimento da empresa.

A elasticidade dos resultados líquidos em relação aos resultados de exploração corresponde a um coeficiente positivo e maior que um no pressuposto dos custos financeiros serem fixos e da aplicação da mesma taxa para impostos.

A este coeficiente chamamos grau financeiro de alavanca (GFA), obtido pela expressão,

$$GFA = \frac{\frac{\Delta RL}{RL_0}}{\frac{\Delta RE}{RE_0}}$$

Para uma dada estrutura da empresa temos:

$$GFA = \frac{RE_0}{RAI_0}$$

O GFA relaciona a rentabilidade de exploração (elemento económico) com a situação financeira (dado financeiro). Não quantifica o impacto do endividamento da empresa sobre a rentabilidade dos capitais próprios.

O efeito combinado de alavanca relaciona o nível de actividade directamente com os resultados líquidos, permitindo-nos conhecer as suas variações relativas, nos pressupostos da teoria do CVR, manutenção da mesma estrutura de custos fixos e custos financeiros constantes.

A elasticidade dos resultados líquidos em relação ao nível de actividade é representada por um coeficiente ou multiplicador constante, positivo e maior que um, denominado grau combinado de alavanca (GCA), obtido pela expressão seguinte:

$$GCA = \frac{\frac{\Delta RL}{RLo}}{\frac{\Delta VL}{VLo}}$$

Considerando uma dada estrutura temos:

$$GCA = \frac{MTo}{RAIo}$$

O GCA permite-nos relacionar directamente a margem total das vendas com os custos variáveis totais com os resultados antes de impostos sobre lucros (8).

Para ilustrar o LEVERAGE e mostrar os seus efeitos, elaboramos um exemplo, reportado no Quadro 1., o qual nos merece algumas observações complementares.

- (a) Consideramos uma provisão para impostos sobre lucros teóricos, antes da consideração dos custos financeiros de financiamento, para podermos medir o efeito LEVERAGE e a sua contribuição para a rendibilidade dos capitais próprios.

Colocam-se três alternativas:

ANO 0: LEVERAGE em caso de défice

Verifica-se uma redução parcial dos custos financeiros e a PISL teórica acentuará o efeito negativo.

O LEVERAGE actua desfavoravelmente e acentua a negatividade da rendibilidade dos capitais próprios em rela -

(8) Ob.cit. p.77.

Obtém-se pelo produto do grau económico e financeiro de alavanca.

$$GCAo = GEAo \times GFAo = \frac{MTo}{REo} \times \frac{REo}{RAIo} = \frac{MTo}{RAIo}$$

ção à rendibilidade de exploração.

$$RC'P = Rea + (Rea - i*) \frac{ET}{C'P}$$

$$RC'P = 0,03 + (0,03 - 0,11) \cdot 1$$

$$RC'P = - 0,05 = - 5\%$$

$$RC'P - Rea = - 5 - 3 = - 8\%$$

Caso não tivéssemos recorrido ao endividamento, a empresa teria pago impostos e obtido uma rendibilidade de exploração positiva.

ANO 1: actuação negativa do LEVERAGE

O custo do endividamento anulou a rendibilidade de exploração, e reduziu a rendibilidade dos capitais próprios tendo uma influência negativa.

$$RC'P = 0,075 + (0,075 - 0,15)$$

$$RC'P = 0,06 = 6\%$$

$$RC'P - Rea = 0,06 - 0,075 = - 1,5\%$$

ANO 2: LEVERAGE positivo

O LEVERAGE contribui positivamente para a rendibilidade dos capitais próprios, obtida com base nos seguintes factores:

1. Rendibilidade de exploração (Rea);
2. custo da dívida (i);
3. Rácio de endividamento ($\frac{ET}{C'P}$).

A rendibilidade dos capitais próprios com 15% permite um ganho de 3% sobre a rendibilidade de exploração com 12%.

$$RC'P = 0,12 + (0,12 - 0,09)$$

$$RC'P = 0,15 = 15\%$$

$$RC'P - Rea = 15 - 12 = 3\%$$

- (b) O PISL teórico permite-nos determinar a economia de impostos derivada dos custos financeiros após termos recorrido ao endividamento.
- (c) O risco económico encontra-se associado aos riscos comercial, tecnológico e outros factores evidenciados no grau económico de alavanca (GEA).

Quanto maior o GFA maior o risco económico, consequência do nível dos custos fixos.

O risco financeiro decorre do risco económico e da estrutura financeira da empresa e repercute-se na rentabilidade dos capitais próprios.

Quanto maior o GFA maior o risco financeiro, consequência do nível dos custos financeiros.

No nosso exemplo obtivemos um GEA de 6 e GFA de 2, o que quer dizer para o GEA, que a uma variação X do nível de actividade, corresponde uma variação de $6X$ nos resultados de exploração, enquanto que, para o GFA, a uma variação de Y dos resultados de exploração corresponde uma variação de $2Y$ nos resultados líquidos (8).

- (d) Verificam-se três situações distintas para o "leverage". Uma em que o efeito financeiro de alavanca é negativo, o que quer dizer que o recurso ao endividamento afectou a rentabilidade dos capitais próprios. Outra situação em que o efeito financeiro de alavanca é positivo; os sócios ou accionistas ganharam com o re-

(8) Ter em atenção os pressupostos.

curso ao endividamento. Por último, um efeito financeiro de alavanca positivo, beneficiado pela acção da fiscalidade para além do ganho dos sócios ou accionistas.

2.3.3 - OS RISCOS

O crescimento apoiado na rendibilidade económica com preocupações de optimização da rendibilidade dos capitais próprios, utilizando o endividamento crescente conduz inevitavelmente à elevação do risco económico, financeiro e de gestão.

Quanto maior o efeito económico de alavanca maior o risco económico. Tem por base os resultados de exploração, dependentes do nível de actividade e da estrutura de custos fixos da empresa, influenciados pelo risco tecnológico associado à gestão da produção, pelo risco comercial interligado com a gestão comercial e pelo risco de gestão resultante da gestão global.

O efeito financeiro de alavanca associado às relações existentes entre os resultados de exploração e os resultados líquidos induz duas perspectivas para o risco financeiro; a económica, na medida em que os resultados de exploração são ou não suficientes para cobrirem os custos financeiros de financiamento, e a financeira na óptica de curto prazo, relacionada com a tesouraria, e na óptica de médio-longo prazo ou estrutural com o nível de solvibilidade total.

O risco associado à tesouraria avalia-se pela probabilidade da empresa fazer face aos pagamentos nos prazos e condições acor-

72

dadas, através dos recebimentos normais e provenientes da sua actividade.

Mas uma inadequada estrutura de capitais próprios "versus" capitais alheios (10) reflecte-se sobre a rendibilidade daqueles, para além de colocar em risco a autonomia da empresa. Estamos perante o risco financeiro estrutural. Quanto maior o grau financeiro de alavanca maior o risco financeiro, que não deve ser associado ao risco de ruptura total. Este tem a ver com a impossibilidade de fazer face aos pagamentos, ao passo que o risco financeiro tem a ver com a variação da taxa de rendibilidade dos capitais próprios.

O risco para os accionistas pode ser dado pela expressão:

$$\sigma (RC'P) = (1 + \frac{ET}{C'P}) \sigma (Rea) \quad (11)$$

Crescendo a variância da rendibilidade de exploração, por força do endividamento, cresce o risco dos accionistas.

Uma equipa de gestão tecnicamente qualificada, com elevados desempenhos necessariamente que tem um cumprimento diferente em qualidade.

Dispondo de um conjunto de recursos numa conjuntura determinada, diferentes equipas poderão obter idênticos resultados seguindo estratégias diferentes.

O risco de gestão está implícito e faz parte da gestão, o que, convenhamos, se reflecte na gestão económica e financeira.

(10) Relembramos a expressão; solvibilidade = $\frac{C'P}{ET}$.

(11) CHARREAUX, Gérard, GESTION FINANCIERE, LITEC, 1986, p.165.

QUADRO 11. 2.1 - EFEITO E GRAU LEVERAGE

RUBRICAS	ANO 0	ANO 1	ANO 2
Activo total (AT)	1000	1000	1000
Endividamento (ET/C'P)	1:1	1:1	1:1
Vendas líquidas (VL)	1000	1250	1500
Custos variáveis totais (CV)	700	875	1050
Custos fixos totais (CF)	250	250	250
Resultados de exploração (RE)	50	125	200
Variação percentual das VL, ($\Delta VL/NLo$)	---	25%	50%
Variação percentual dos RE, ($\Delta RE/REo$)	---	150%	300%
$\Delta RE/REo \mid VL/VLo$ (GLE)	---	6	6
PISL teórico	20	50	80
RAJDI	30	75	120
Rea	3%	7,5%	12%
CFF	75	75	75
RAI	(25)	50	125
PISL (a)	---	20	50
RL	(25)	30	75
RC'P	-5%	6%	15%
Variação percentual RL, ($\Delta RL/RLo$)(a)	---	300%	600%
$RL/RLo \mid \Delta RE/REo$, (GLF)	---	2	2
Economia de impostos sobre CFF	20	30	30
CFF após impostos	55	45	45
Custo da dívida antes impostos, (i)	15%	15%	15%
Custo da dívida após impostos, (i*)	11%	9%	9%
$\Delta RL/RLo / \Delta VL/VLo$, (GLC)	---	12%	12%
Efeito LEVERAGE (RC'P-Rea)	-8%	-1,5%	3%

$$i^* = i(1-t)$$

(a) Para efeito da determinação da variação percentual de RL, temos de considerar o PISL, mesmo com o RAI negativo, pelo que vem PISL igual a 10, logo, RL igual a (15).

QUADRO 11.2.2 - EFEITO DO ENDIVIDAMENTO

RUBRICAS	HIP.1	HIP.2	HIP.3
Activo total (AT)	1000	1000	1000
Endividamento ($\frac{ET}{C'P}$)	1:1	3:1	5:1
Vendas líquidas (VL)	1500	1500	1500
Custos totais (CT)	1300	1300	1300
Resultados de exploração (RE)	200	200	200
Rea	20%	20%	20%
CFF	75	112,5	120
RAI	125	87,5%	80
RC'P	25%	35%	40%
Dividendos	25	37,5	44,5
RAI após impostos	100	50	35,5
i	15%	15%	15%
c	20%	20%	20%
r	80%	57,1%	44,4%

Quanto maior for o endividamento ($\frac{ET}{C'P}$), menor a retenção de resultados na empresa (r) e maiores os dividendos distribuídos aos sócios.

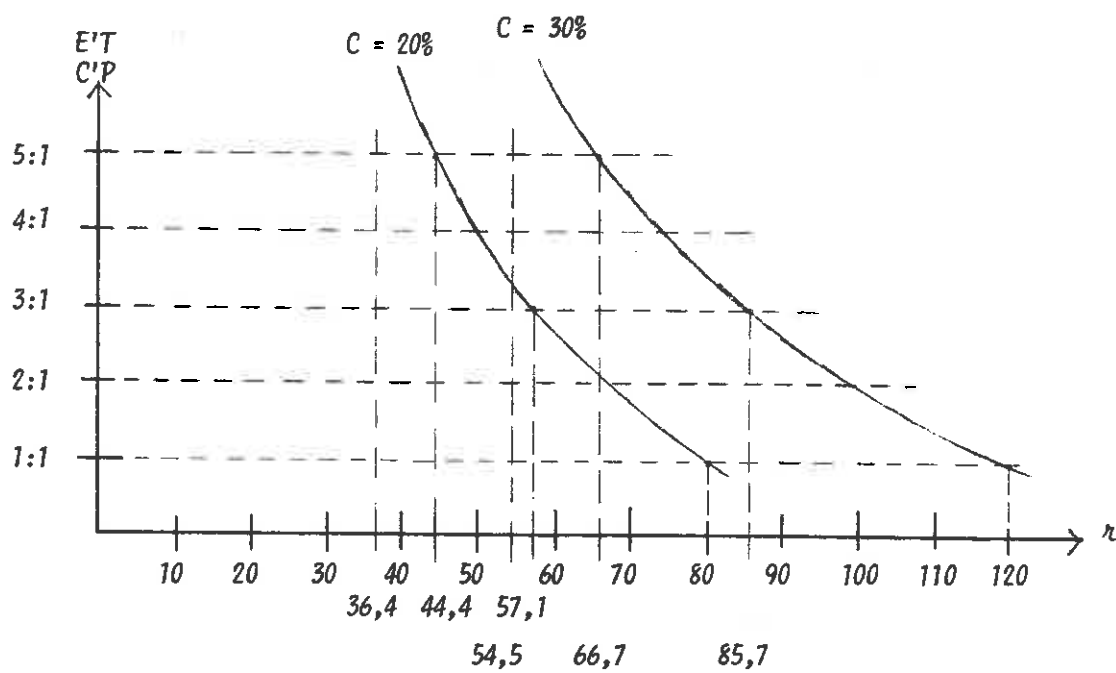


FIGURA II. 2.8 - ISOQUANTAS DE CRESCIMENTO

3 - ESTRUTURA FINANCEIRA

3.1 - INTRODUÇÃO

A política geral integra e enquadra um conjunto de políticas sectoriais, como sejam, de produção, comercial, recursos humanos, I & D (1) e financeira, em conformidade com os objectivos globais e as estratégias mais adequadas para a empresa.

Para que a política financeira possa ser delineada é necessário conhecer em pormenor a situação financeira e os factos antecedentes e consequentes nas vertentes da tesouraria e da estrutura de capitais.

No âmbito da tesouraria (2), de acordo com o nível de actividade e as políticas de gestão, a análise decorre ao nível dos activos circulantes e exigíveis de curto prazo e nos fluxos financeiros, para salvaguardar a liquidez indispensável, por forma a garantir a adequação mínima dos activos circulantes aos exigíveis, determinando o fundo de maneo necessário total (FMNT).

A estrutura financeira pressupõe a análise dos níveis dos capitais convenientes numa perspectiva de optimização dos capitais permanentes (CP) ou capitais investidos (CI), constituídos pelos

(1) I & D, Investigação e Desenvolvimento.

(2) Reportamo-nos ao ponto 1.

capitais próprios (C^P) e capitais alheios (CA) (3).

Graficamente,

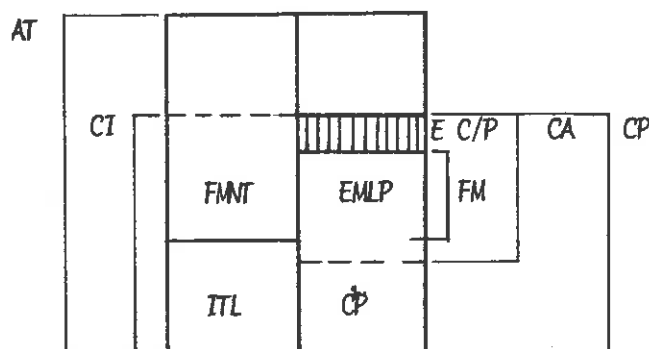


FIGURA II. 3.1 - ESTRUTURA FINANCEIRA

A política financeira apresenta duas vertentes principais de análise: a dos fluxos da tesouraria, na perspectiva de curto prazo, visando salvaguardar o equilíbrio dos fluxos e os níveis mínimos de segurança da tesouraria, e a da estrutura financeira a médio e longo prazo que visa dotar a empresa com uma composição de capitais próprios e alheios adequados, no sentido de maximizar o seu valor (4) e minimizar o risco financeiro.

A política financeira em sentido estrito, citando PIERRE CONSO (5), traduz-se principalmente na escolha de uma certa estrutura

(3) Verificamos uma não concordância entre os diversos autores. É certo que formalmente os empréstimos a médio e longo prazo não oferecem qualquer dúvida em serem considerados como capitais alheios a MLP. Contudo, há empréstimos formalmente contratados a curto prazo, que encerram um carácter de renovabilidade, realidade verificada nas empresas em que estes empréstimos são periodicamente renegociados, transformando-se em verdadeiros empréstimos a médio longo prazo. Normalmente, são os recursos de adequação aos investimentos em fundo de maneo (Ec/p).

(4) Desenvolvendo a teoria da estrutura do capital, referimo-nos ao valor da empresa na perspectiva eminentemente financeira, uma vez que podemos falar em valor contabilístico, valor intrínseco, valor de liquidação ou valor de mercado.

(5) Ob.citada p.426.

do passivo e do activo em função dos objectivos privilegiados pela empresa, em particular em função do seu comportamento, face ao crescimento do capital próprio.

Torna-se necessário conjugar a política financeira com a política de endividamento, tendo presente o comportamento dos detentores do capital na defesa e salvaguarda da rendibilidade dos capitais próprios.

3.2 - ESTRUTURA DOS CAPITAIS PERMANENTES

A política de gestão influencia o nível dos custos explícitos e implícitos dos recursos obtidos para financiar os activos corpóreos e dos recursos de exploração, dos quais destacamos o custo de oportunidades (6) na medida em que, face à expansão das vendas e ao crescimento das estruturas, tendo em conta o sector de actividade e o nível de competitividade aumentam os créditos concedidos, que necessariamente têm de ser financiados.

A política de endividamento está relacionada com os capitais

(6) Um fornecedor concede crédito sem encargos a x dias mas em alternativa se anteciparmos o pagamento concede um desconto, que normalmente é vantajoso para a empresa; o não aproveitamento deste ganho incorre no chamado custo de oportunidade.

próprios e tem a ver com o coeficiente de solvibilidade, entendido como conveniente para a salvaguarda da autonomia e rendibilidade global da empresa.

O endividamento acarreta custos financeiros de financiamento crescentes, a partir de determinado limiar de risco para os financiadores; se a rendibilidade da exploração não for suficiente, o efeito financeiro de alavanca deixa de produzir os resultados desejados, é posta em causa a autonomia financeira e, no limite, teremos a falência técnica da empresa.

A determinação do nível do endividamento na perspectiva da máxima valorização da empresa permite-nos encontrar a estrutura financeira possível (7), dependendo da capacidade de recurso ao crédito com o consequente acesso aos mercados financeiros e da possibilidade ou interesse dos sócios ou accionistas acorrerem aos aumentos do capital social, o que tem a ver com o seu comportamento e a dimensão e forma jurídica da sociedade.

A rendibilidade dos capitais próprios (RC'P) depende essencialmente da rendibilidade de exploração (Rea), do nível de endividamento (λ) e do custo do capital (CMP).

Nem mesmo a rendibilidade de exploração tem um comportamento independente dos restantes factores, dado que o activo económico ou de exploração depende das políticas de investimento que

(7) Referimos a estrutura possível, em face do conjunto complexo de factores que em cada momento intervêm e influenciam o nível do endividamento. No quadro teórico, referimos a estrutura financeira ótima, porquanto temos a possibilidade de fixar os parâmetros.

potenciam os níveis de actividade e a eficiência produtiva são suportadas pelas políticas de financiamento, que se reflectem na estrutura financeira da empresa.

Ora, o endividamento e o custo do capital têm a ver precisamente com a composição dos recursos financeiros e com o respectivo custo.

Basta-nos observar a expressão que temos vindo a apresentar:

$$RC'P = Rea + (Rea - i) \quad (8)$$

Um maior endividamento implica mais custos financeiros de financiamento, embora as consequências sobre a rendibilidade global sejam positivas se, em face do crescimento da empresa, for aproveitado o efeito financeiro de alavanca, com maior propósito no caso da rendibilidade dos capitais próprios.

No plano dos modelos teóricos é possível determinar a estrutura financeira óptima. Contudo, perante a realidade há todo um conjunto de factores que influenciam a estrutura dos capitais permanentes. Ao nível endógeno da empresa, destacamos as suas características estruturais e a forma como está organizada, as políticas de gestão pelos reflexos sobre a tesouraria de exploração e o nível da rendibilidade de exploração pela influência na rendibilidade dos capitais próprios.

Ao nível exógeno, destacamos as características dos mercados financeiros e todo um conjunto de factores conjunturais, a inflação e a avaliação do risco pelo mercado.

Existe ou não uma estrutura financeira óptima?

(8) Sem o efeito da fiscalidade.

Estamos no plano dos modelos teóricos, dado que, na procura da estrutura financeira ajustada para a empresa, há que considerar um conjunto de pressupostos, possível no plano teórico.

A estrutura financeira ótima é a que corresponde ao ponto de indiferença da rendibilidade dos capitais próprios (RC'P) ou ao ponto de equilíbrio para alternativas financeiras estruturais distintas. Conhecemos a expressão que nos dá a RC'P (9) e que sabemos é influenciada pela rendibilidade de exploração (Rea*), pelo nível do endividamento (λ^*) e pelo custo do capital (i^*). Considerando o efeito fiscal temos:

$$RC'P = [*\lambda(Rea^* - i^*) + Rea^*](1-t) \quad (10)$$

ou de outra forma:

$$RC'P^* = \frac{RAJI - i^* EMLP}{CP - EMLP} (1-t)$$

No ponto de equilíbrio, para alternativas financeiras estruturais distintas, o ponto P que corresponde ao RAJI, é dado pela expressão:

$$\frac{P}{CP} = \frac{(P - i^* EMLP)}{CP - EMLP} \quad (11)$$

(9) As notações têm o asterisco, porque estamos a considerar os capitais investidos (CI) correspondentes aos capitais permanentes, em que $CI = ITL + FMNT = C'P + EMLP$.

(10) Em que, i^* é igual ao custo do capital médio ponderado (CMP) do exigível a médio longo prazo (EMLP) e com:

$$Rea^* = \frac{RAJI}{CI} \wedge \lambda^* = \frac{EMLP}{C'P}$$

(11) A dedução desta expressão obtém-se com facilidade. Veja-se H. CALDEIRA MENEZES ob.citada p.330.

Para o mesmo volume de investimentos e o mesmo sector de actividade, para duas empresas com diferentes estruturas financeiras, o ponto de indiferença da rendibilidade dos capitais próprios (P) obtém-se determinando o ponto em que as funções $f_1(Rea) = RC'P_1$ e $f_2(Rea) = RC'P_2$ têm o mesmo valor considerando diferentes resultados antes de juros e impostos (RAJI) e rendibilidades de exploração (Rea) e iguais taxas de juro (i) e de impostos sobre lucros (t).

Graficamente,

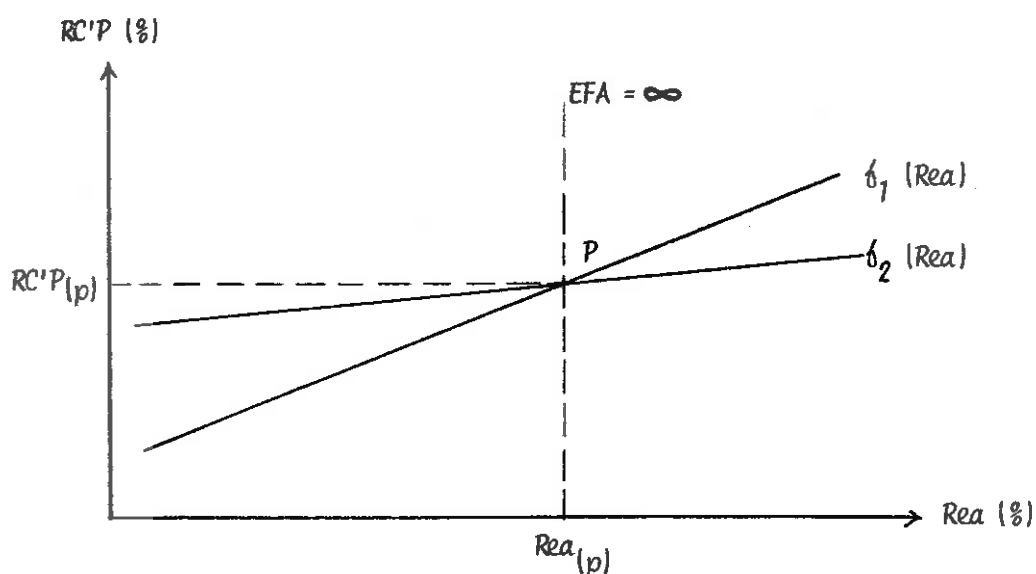


FIGURA II. 3.2 - PONTO DE INDIFERENÇA DA RENDIBILIDADE DOS CAPITALS PRÓPRIOS

Citamos os comentários desenvolvidos por H. CALDEIRA MENEZES:

1. Quando o nível da rendibilidade da empresa (Rea) se situar à direita do ponto crítico, o objectivo da maximização da rendibilidade dos capitais próprios aconselha a estruturação dos capitais permanentes adequados à base de capitais alheios, pois quanto menor for a participação de capitais próprios maior será o grau financeiro de alavanca (inclinação da recta), por conseguinte, mais acentuado será o risco financeiro da empresa.

2. Se a rendibilidade da empresa (Rea) estiver à esquerda do ponto crítico, os objectivos da maximização da rendibilidade dos capitais próprios e da redução do risco financeiro sugerem a minimização do grau de participação dos capitais alheios no conjunto dos capitais permanentes adequados.

3.3 - CUSTO DO CAPITAL

A estrutura óptima de capitais maximiza o valor da empresa (VE), minimizando o custo do capital (i^*) (12) através da conjugação da rendibilidade económica (Rea) e da política de endividamento (λ^*).

Obter o máximo valor para a empresa conduz-nos a optimizar a rendibilidade global, o que se consegue assegurando uma rendibilidade económica elevada e um endividamento com baixo custo médio ponderado, ou seja, ter uma estrutura de capitais que leve em conta o custo do capital das diferentes fontes.

No limite, considerando o mercado de capitais perfeito, a inexistência de dificuldades no acesso aos capitais alheios e a inexistência de riscos financeiros, somos conduzidos ao endividamento total, desaparecendo os capitais próprios. Ou, noutro sentido, considerar apenas capitais próprios, o que, como veremos

(12) i^* corresponde ao custo médio ponderado das fontes de financiamento. Para facilidade de exposição, nalguns pontos do mesmo texto, considerámos i^* igual à taxa de juro do mercado i .

não satisfaz a teoria do valor da empresa, devido ao efeito financeiro de alavanca anteriormente tratado, e pelo facto de os capitais próprios serem mais exigentes que os capitais alheios. Para estes a remuneração é pouco variável e conhecida no mercado, dependendo essa variação do risco financeiro atribuído à empresa, em face da sua situação económica e financeira e da sua imagem global, à qual está associada a equipa de gestão. A penalização far-se-á, em cada período a que se reportam os empréstimos, pela não renovação ou concessão.

Os sócios e accionistas têm outros tipos de apreciações. Uns na perspectiva financeira, outros na de património e outros ainda pela conjugação das perspectivas financeira e económica.

Na perspectiva financeira os sócios ou accionistas pretendem que a rendibilidade dos seus capitais seja superior à do mercado, por forma a cobrir não só o custo do capital em aplicações alternativas como o risco financeiro inerente à actividade.

Na perspectiva do património, pretendem que este seja valorizado por forma a traduzir-se em poder económico acrescido da empresa. O seu interesse reside nesta valorização a prazo.

Na perspectiva mista pretendem, para além da remuneração adequada dos capitais, uma valorização do património.

Em qualquer das situações, os sócios ou accionistas a curto ou a longo prazo desejam valorização acrescida dos seus investimentos, superior às aplicações alternativas existentes no mercado. Na prática, a rendibilidade dos capitais próprios é supe-

rior à taxa de remuneração dos capitais alheios pela consideração de uma taxa explícita agravada por custos implícitos que não são de imediato perceptíveis. Estas alusões permitem-nos compreender a sua importância.

O custo da estrutura dos capitais repercute-se sobre a rentabilidade global, ou seja, tem implicações sobre o valor da empresa.

Para tornar mais credíveis os valores, devemos considerar vários períodos e obter destes a média dos seus resultados. É a seguinte a expressão:

$$VE = \frac{\overline{RAJI}}{CMP} \quad (13)$$

O valor da empresa depende da rentabilidade económica e do custo da estrutura de capitais permanentes.

O custo do capital é um custo médio ponderado; os diversos recursos têm custos diferentes. Consideramos que o custo do capital próprio, à medida do aumento do endividamento, corresponde com a taxa de rentabilidade dos capitais próprios que beneficia do efeito financeiro de alavanca. A diferença para o valor nominal, em termos de mercado, corresponde à taxa de risco financeiro.

O custo médio ponderado do capital é dado pela expressão:

$$CMP = j \frac{C'P}{CP} + i \frac{EMLP}{CP}$$

(13) $\overline{RAJI}$ - valor médio dos resultados antes de juros e impostos nos períodos considerados.

CMP - custo médio ponderado.

ou, de outra forma:

$$CMP = j \frac{\lambda}{1 + \lambda} + i \frac{1}{1 + \lambda} \quad (14)$$

Para a escolha da estrutura financeira ótima é necessário conjugar o custo do capital dado pelas expressões anteriores, o efeito alavanca e o valor da empresa (15).

O modelo de MODIGLIANI e MILLER (16) permite a indispensável compreensão das escolhas de financiamento.

Enquanto a escola americana desenvolve o modelo sobre a estrutura financeira ótima em face de uma política de endividamento, considerando a taxa de capitalização dos capitais próprios constante, MODIGLIANI e MILLER desenvolvem a sua tese admitindo também como constante a taxa de capitalização global da empresa.

(14) j - custo do capital próprio, ou com referência ao modelo de Gordon

$$j = \frac{D_0}{P_0} + g \quad \text{em que,}$$

D_0 - dividendo
 P_0 - valor da ação
 g - taxa de crescimento

i - custo dos empréstimos a médio longo prazo

$$\lambda = \frac{EMLP}{C'P}$$

$$CP = EMLP + C'P \quad \text{com, } i^* = CMP$$

(15) Relembramos as expressões

$$RC'P = Rea + (Rea - i) \cdot \lambda \quad \text{e} \quad VE = \frac{\overline{RE}}{K_0}, \quad \text{em que } \overline{RE} = \overline{RAJI}$$

(16) Citado por GERARD CHARREAUX, *ibidem*, p.166.

Graficamente

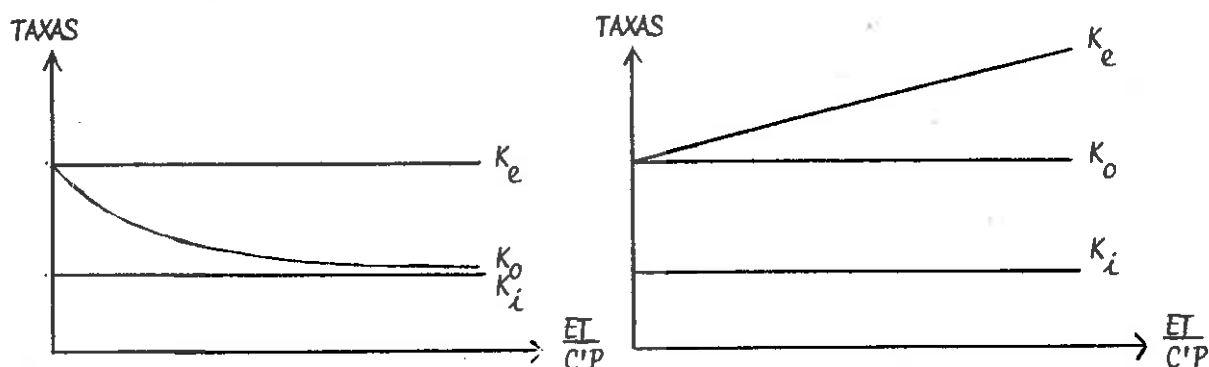


FIGURA II. 3.3 - CUSTO DO CAPITAL

As teorias tradicionais admitem a existência de uma estrutura ótima, isto é, de uma situação de endividamento tal que o custo marginal real de cada forma de financiamento é o mesmo. O endividamento tem um custo explícito ao qual se acrescenta um custo implícito que caracteriza a aquisição de outros meios de financiamento (17).

O modelo de MODIGLIANI e MILLER desenvolveu-se com base num conjunto de hipóteses, das quais relevamos a necessidade da existência de mercados financeiros perfeitos e a não consideração da fiscalidade (18).

(17) PIERRE CONSO, *ibidem*.

(18) Hipóteses do modelo:

1. Mercados financeiros perfeitos;
2. Os investidores particulares podem pedir emprestado e emprestar às taxas de juro sem risco e sem limitações de montante;
3. Não há riscos de falência;
4. Todas as empresas podem repartir-se por diferentes classes de risco;
5. Os resultados são integralmente distribuídos;
6. Não há fiscalidade.

Consideramos uma mesma empresa com três alternativas:

- a) financiamento apenas com capital próprio.
- b) Recurso ao endividamento, mas os capitais próprios são prevaletentes.
- c) Recurso ao endividamento com predominância dos capitais próprios.

O Quadro apresenta as diferentes alternativas em que o custo do capital de qualquer delas é o mesmo.

RUBRICAS	HIP.1	HIP.2	HIP.3
RESULTADOS ANTES JUROS E IMPOSTOS (RAJI)	60.000	60.000	60.000
CUSTOS FINANCEIROS FINANCIAMENTO (CFF)	—	10.000	25.000
RESULTADO ANTES IMPOSTOS (RAI)	60.000	50.000	35.000
RENDIBILIDADE DOS CAPITAIS PRÓPRIOS (RC'P)	25%	25%	70%
CAPITAL PRÓPRIO (C'P)	300.000	200.000	50.000
EXIGIVEL TOTAL (ET)	—	100.000	250.000
ACTIVO TOTAL (AT)	300.000	300.000	300.000
ENDIVIDAMENTO (λ)	—	0,5	5
RENDIBILIDADE ECONÓMICA (Rea)	20%	20%	20%
CUSTO DO EXIGIVEL TOTAL (K_i)	10%	10%	10%
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (K_e)	20%	25%	70%
CUSTO DO CAPITAL GLOBAL (K_o)	20%	20%	20%

QUADRO 11.3.1 - ENDIVIDAMENTO - CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

Graficamente,

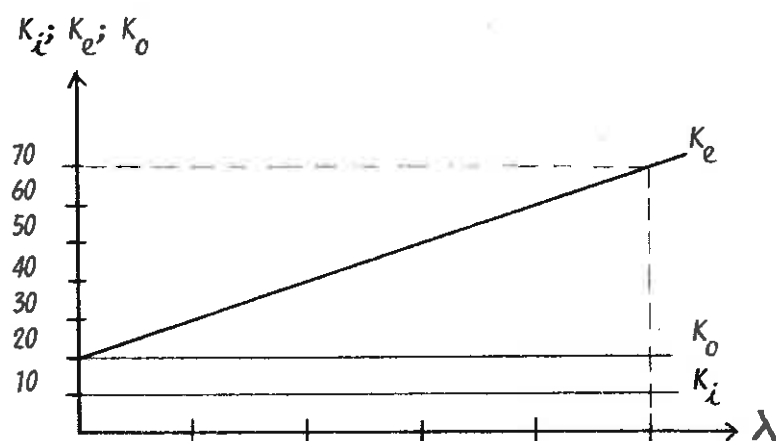


FIGURA 11. 3.4 - REPRESENTAÇÕES DE CASO PRÁTICO - SIT.1
(CUSTO DO CAPITAL)

O acréscimo de rentabilidade conseguido pelos accionistas corresponde à taxa de risco financeiro, derivado de se ter recorrido ao endividamento.

De acordo com diversos autores americanos, orientados, sobretudo, para analisar o comportamento da empresa em face da rentabilidade dos accionistas, construímos o exemplo, que se apresenta:

RUBRICAS	HIP.1	HIP.2	HIP.3
RAJI	60.000	60.000	60.000
CFF	—	20.000	40.000
RAI	60.000	40.000	20.000
RC'P	20%	20%	20%
C'P	300.000	200.000	100.000
ET	—	200.000	400.000
AT	300.000	400.000	500.000
λ	—	1	4
K_i	10%	10%	10%
K_e	20%	20%	20%
K_o	20%	15%	12%

QUADRO 11.3.2 - ENDIVIDAMENTO - CUSTO DO CAPITAL GLOBAL

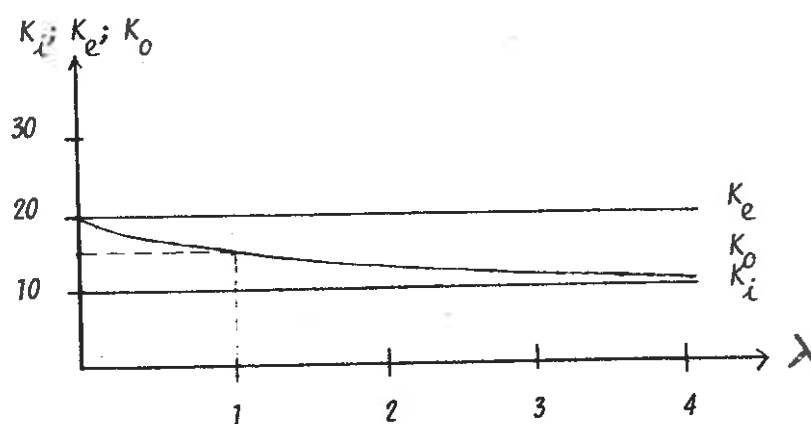


FIGURA 11. 3.5 - REPRESENTAÇÃO DE CASO PRÁTICO - SIT.2
(CUSTO DO CAPITAL)

Na prática há um conjunto de factores de incerteza a considerar, uma vez que os mercados não são perfeitos; é introduzido o risco financeiro. Não obstante as incidências positivas do efeito alavanca, as suas vantagens tendem a diminuir gradualmente. O mercado não é sensível ao aumento da rendibilidade dos capitais próprios, em regra, não toma este efeito em consideração, e fica circunscrito aos interesses dos accionistas pelo que à medida do endividamento é cobrado um prémio de risco. A estrutura financeira não é neutra face ao risco, o que podemos analisar através dos gráficos.

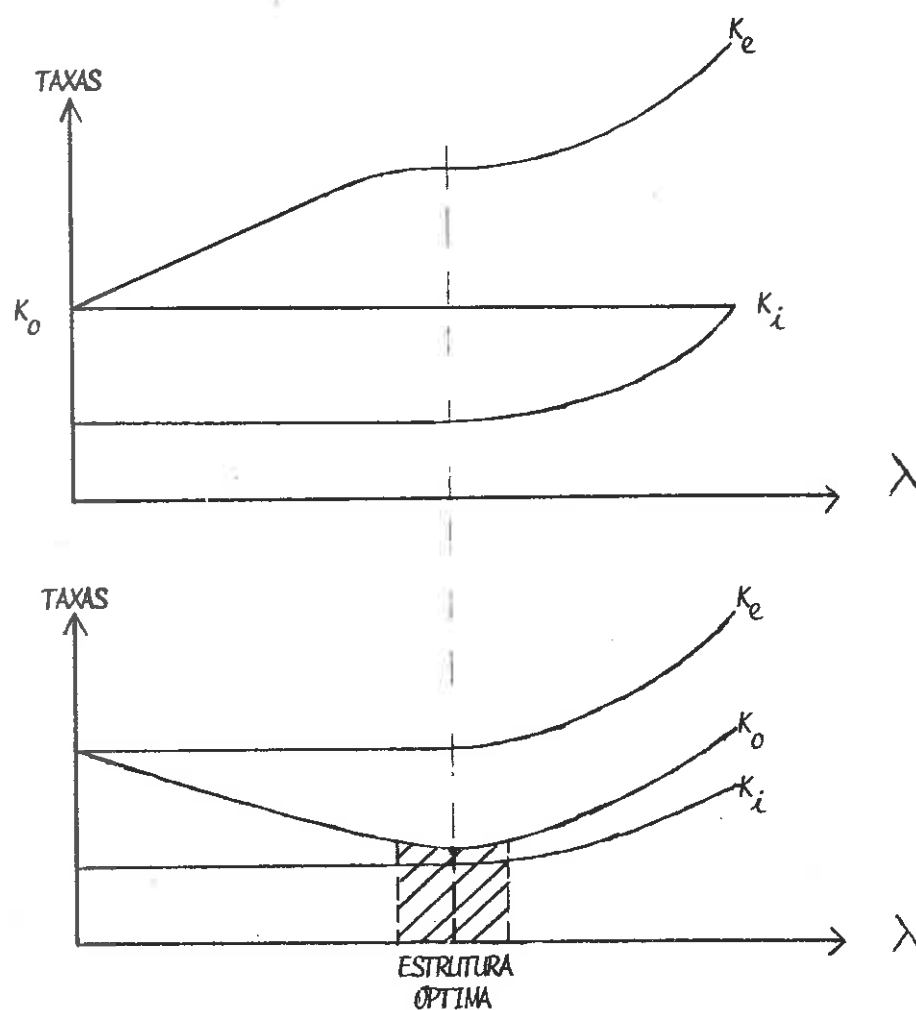


FIGURA II. 3.6 - CUSTO DO CAPITAL COM FACTORES DE INCERTEZA

Obtemos uma estrutura financeira ótima no ponto em que o custo marginal dos exigíveis totais iguala o custo marginal dos capitais próprios.

O custo marginal do capital calcula-se através da variação do custo do capital médio ponderado antes e depois da realização das operações de financiamento, o que podemos analisar no exemplo seguinte:

SITUAÇÃO INICIAL

RUBRICAS	CAPITAIS	PONDERAÇÃO	TAXA (%)	(1-t)	Ko(%)
CAPITAIS PRÓPRIOS	1000	75%	20	0,6	9,0
EXIGÍVEIS TOTAIS	500	25%	15	0,6	2,25
	1500	100%	--	---	11,25

SITUAÇÃO FINAL (APÓS ENDIVIDAMENTO)

RUBRICAS	CAPITAIS	PONDERAÇÃO	TAXA (%)	(1-t)	Ko(%)
CAPITAIS PRÓPRIOS	1000	50%	20	0,6	6,0
EXIGÍVEIS TOTAIS	1000	50%	15	0,6	4,5
	2000	100%	--	---	10,5

O custo do capital baixa com o recurso ao endividamento

CALCULO DO CUSTO MARGINAL

RUBRICAS	CAPITAIS	Ko (%)	VALOR
SITUAÇÃO INICIAL	1500	11,25	168,75
SITUAÇÃO FINAL	2000	10,5	210,0
DESVIO	+ 500	-----	+ 41,25

$$\text{Custo marginal (Cmg)} = \frac{41,25}{500} = 8,25\%$$

4. GESTÃO EMPRESARIAL

GESTÃO não é uma mera disciplina, mas uma "cultura" com valores, crenças, instrumentos e linguagem própria (1).

A dificuldade económica é o resultado de uma inopropriada classe empresarial, e a GESTÃO a determinante principal do êxito (2).

(1) DRUCKER, Peter, *MANAGEMENT*, Harper e Row, New York, 1972.

(2) PASCOLE, Richard Tanner and ATHOS, Anthony G., *THE ART OF JAPANESE MANAGEMENT*, Simon e Shuster, New York, 1981, adaptação.

4.1 - INTRODUÇÃO

A gestão é o "conhecimento útil" que permite pôr pessoas produtivas de diferentes especialidades e com diferentes conhecimentos a trabalharem conjuntamente numa "organização" (1). Utilizando as técnicas, procura otimizar os recursos necessários à prossecução dos objectivos previamente definidos, com eficácia e eficiência (2).

Enquanto "conhecimento útil" e no âmbito da actividade empresarial cabe-lhe o desenvolvimento das unidades empresariais.

Mais do que as técnicas, engloba o sentido de empreender, de criar e realizar. Tem a ver com a iniciativa e a criatividade, dando resposta aos desafios, na esfera da acção da empresa.

Espírito, clima, cultura e capacidade empresarial são conceitos correntemente utilizados e que lhe estão associados.

Não se trata apenas de aplicar técnicas de gestão. É necessário ser empreendedor, usar a inovação e a criatividade de uma forma sistemática, como um processo, cultivando as diferenças e aproveitando as oportunidades.

O desafio da mudança enfrenta-se através da constante procura das diferenças que permitam tornar as organizações mais eficientes e adequadas às exigências internas e externas, não sendo

(1) DRUCKER, Peter F., INOVAÇÃO e GESTÃO, Editorial Presença, Lisboa, 1986, p.43, adaptação.

(2) Eficiência expressa-se por um coeficiente obtido pela relação entre os resultados e os recursos utilizados.

Eficácia expressa o grau de cumprimento dos objectivos.

possível dar respostas capazes para o exterior, se antes não estiverem satisfeitas as exigências internas dos requisitos estruturais e dos requisitos do enquadramento dinâmico.

A gestão resolve os problemas estruturais, através da aplicação racional dessas técnicas. Aplicada à empresa vai mais longe: lança mão dos requisitos directamente relacionados com os factores humanos, o que levou Peter Drucker a escrever ser provavelmente uma condição prévia para a sobrevivência, mas não uma garantia de que isso aconteça (3). Por isso, é dado tanto relevo ao espírito, clima e cultura empresarial. A capacidade de realização está intrinsecamente dependente das pessoas, porquanto essa capacidade está muito para além do sentido mecanicista da realização. Necessita de um estado permanente de criação, não só para responder competitivamente, mas, também, para dar uma resposta conveniente às exigências exteriores em permanente alteração. Todavia, para se ser criativo é indispensável possuir um ambiente que dinamize a interacção entre as pessoas e as envolva num sentimento conjunto e comprometido com as realizações de alto nível. Por outro lado, esses efeitos de sinergia criativa, só são possíveis com uma liderança adequada, capaz de exercer uma acção selectiva e catalizadora sobre as equipas, o que exige qualificações reconhecidas e um padrão de comportamento ajustado aos propósitos da organização. Como suporte, adequa-se a estrutura e a orgânica-funcional. Desta forma é possível dar cumprimento aos objectivos fixados através da estratégia empresarial.

O que pretendemos saber é qual a estratégia mais adequada

(3) Ob. citada, p.139.

garantir o crescimento e o desenvolvimento da empresa, o que pressupõe que os gestores terão meios de acção adequados, o que dependerá também da sua personalidade e do seu comportamento enquanto pessoas. Estamos perante o problema fundamental do poder (4) e da liderança, sendo esta a força subjacente às organizações de êxito. Qualquer estratégia empresarial pressupõe a existência de liderança. Por sua vez, o líder (5), para atingir os objectivos necessita de um fio condutor para manter integrado o sistema, tanto mais forte quanto maior for o desenvolvimento pretendido, o qual, em regra, pressupõe expansão.

É adoptando uma filosofia de crescimento que normalmente se consegue o desenvolvimento empresarial.

Actua-se no aumento da actividade, na perspectiva de obter níveis de autofinanciamento sempre crescentes. Todavia, se a expansão da actividade for muito intensa, muitas vezes acontece que o período fixado não é suficiente para suportar os investimentos necessários (6), pelo que recorre-se ao endivida-

(4) MAQUIAVEL, N., *O PRÍNCIPE*, Europa América, Lisboa, 1976. Com o título, *O HOMEM E O PODER*, José Maria Rodrigues da Silva, apresenta um estudo interessante sobre a problemática da relação homem/poder, que em muito complementa a compreensão do papel e necessidade da liderança.

BENNIS, Warren e NANJIS, Burt, *LÍDERES*, Harba, São Paulo, 1988. Na pág. 15, diz que, poder é a energia básica necessária para iniciar e sustentar a acção, sendo liderança o uso sábio deste poder.

(5) O gestor.

(6) Investimentos em imobilizado (ITL) e em fundo de maneo necessário (FMN).

mento, cujos custos podem vir a afectar a rendibilidade, a ponto de o desejado desenvolvimento não corresponder à política de expansão.

São estes alguns temas que vamos tratar, por forma a enquadrar a problemática da expansão e do crescimento como opções conducentes ao desenvolvimento, no contexto da gestão empresarial.

4.2 - REQUISITOS PARA UMA GESTÃO DE ÊXITO

A sobrevivência e o êxito de uma empresa dependem de respostas ("crenças") bem fundadas com base nas quais as pessoas agem e são fiéis. Tudo pode mudar mas não as "crenças". Elas permanecem como "ABSOLUTAS". São firmadas em altos níveis de abstracção e em princípios superiores:

- Respeito pela dignidade humana ou pelos direitos individuais;
- O melhor serviço ao cliente;
- Realização de tarefas de modo superior (7).

O eixo central do êxito centra-se nas pessoas e no conjunto dos valores universais mobilizadores e referenciais para os comportamentos.

Esses valores são característicos da cultura social, na qual se insere a empresa, constituindo esta uma subcultura resultante do estilo e qualificações da liderança e das particularidades

(6) Investimentos em imobilizado (ITL) e em fundo de manio necessário (FMN).

(7) PASCALE, Richard Tanner e ATHOS, Anthony G., AS ARTES GERENCIAIS JAPONESAS, Editora Record, Rio de Janeiro, 1982. Com referência à IBM, p.210.

demográficas das regiões donde provêm as pessoas que trabalham na empresa.

A cultura empresarial é um referencial distinto e aglutinador da diversidade das motivações, comportamentos, conhecimentos e anseios de realização individual, que os gestores procuram mobilizar, no máximo das potencialidades, para a consecução dos objectivos empresariais.

Trata-se de uma evolução que tem inspirado muitos autores e que conduziu à utilização generalizada da busca da excelência (8).

A utilização dos requisitos estruturais (9) deixam de ser suficientes para garantir uma gestão eficaz. Outros houve que foi necessário levar em devida conta para que a sobrevivência e o êxito empresarial fossem conseguidos, e estes têm a ver com as pessoas. São os requisitos orgânicos (10).

Da articulação harmoniosa e mobilizadora dos requisitos estruturais e orgânicos passou a depender o desenvolvimento empresarial. Daí que o líder e as suas particularidades específicas tenham assumido um papel relevante para o êxito, no actual contexto da sociedade empresarial, e crê-se que terá ainda mais no futuro. O segredo do êxito passou a residir na conjugação do domínio das técnicas básicas com o saber conduzir pessoas nas organizações. Para fazer evoluir a tecnologia, mesmo a mais sofisticada, utilizam-se os conhecimentos técnicos pautados pela cla-

(8) A maioria das obras fala da excelência da gestão, das quais destacamos, PETERS, Thomas J. e WATERMAN, Robert H., *IN SEARCH OF EXCELLENCE*, Dom Quixote, 1987.

(9) Adaptado da ob.citada, pág. 34. Como requisitos estruturais temos a estratégia, a estrutura e os sistemas.

(10) *Ibidem*. Como requisitos orgânicos temos a equipa, as qualificações, a liderança e a missão.

reza, certeza e perfeição, mas para mobilizar as pessoas não é mais possível utilizar o poder da força, antes porém, é necessária a liderança como catalizadora do poder, devido às particularidades e à natureza das relações humanas, caracterizadas pela ambiguidade, incerteza e imperfeição, que se pretendem reduzir através da adequação de mecanismos e da habilidade dos gestores (11).

Todas as peças da engrenagem têm de se ajustar umas às outras com perfeição. As particularidades comportamentais da empresa e a liderança deverão ajustar-se, tendo em conta o perfil dos gestores que formam a equipa, os sistemas de organização funcional, o esqueleto estrutural e a estratégia empresarial adoptada (12). Uma liderança hábil com todos estes factores, cria as condições necessárias para o êxito empresarial.

(11) Como mecanismos, referenciam-se os sistemas de controle, as verificações múltiplas, a quantificação das metas e a confrontação. *Ibidem* p.129.

(12) Adaptado de as ARTES GERENCIAIS JAPONESAS, ob.citada, p.87 e 88.

4.3 - ESTRATÉGIA E LIDERANÇA

A estratégia é a visão dirigida ao que a empresa deve ser e não ao como chegar a sê-lo (1), é um plano e um calendário claramente estabelecidos de utilização dos recursos da empresa com vista ao seu desenvolvimento (2) ou, uma linha directriz e um plano de operações que permita à empresa realizar a sua missão (3).

Muito se tem escrito sobre o que é a estratégia e as definições multiplicam-se sem que haja unanimidade entre os diferentes autores. É uma visão dirigida, um plano ou uma linha directriz?

Para estabelecer uma estratégia é necessário definir os objectivos sem os quais fica por saber qual o caminho mais adequado que se deve seguir e, consequentemente, quais as decisões a tomar ao longo do caminho, por forma a otimizar os recursos e a obter o máximo de desenvolvimento.

Optar por uma determinada estratégia pressupõe a possibilidade de alternativas.

Estamos perante o acto de reflexão estratégica em que se desenvolvem esforços dirigidos no sentido de conhecer os concorrentes que estão na mesma área de actividade e os factores crí-

(1) TREGOE, Benjamin B. e ZIMMERMAN, John W., A ESTRATÉGIA DA ALTA GERÊNCIA, Zahar Editores, Rio de Janeiro, 1982, p.15.

(2) Baston Consulting Group, referido por Michel Chavalier e Bertrand Jac Quillat, p.33.

(3) Ibid.

(4) Factores críticos de sucesso: preço, localização, qualidade dos serviços, qualidade dos produtos, organização, gestão, etc..

ticos de sucesso (4) que permitem obter vantagens competitivas de uma empresa em relação a outra. Num contexto caracterizado pela incerteza, resultante da interacção complexa e turbulenta de múltiplas variáveis, torna-se necessário possuir uma visão prospectiva. Para isso são concebidos cenários alternativos que permitem a reflexão estratégica a partir da qual são delineadas as mais convenientes, tendo em conta os atributos da empresa.

Fixados os objectivos, escolhe-se a estratégia empresarial a implementar, a partir da qual é feito o planeamento estratégico conducente aos programas, que procuram tirar o maior resultado das vantagens comparativas, através da optimização dos factores críticos de êxito.

Antes, porém, torna-se necessário definir a actividade (5), ponto de partida para qualquer processo de gestão, planeamento ou reflexão.

A estratégia estão associados os elementos combinatórios, probabilísticos e voluntarista, em redor das quais se desenvolvem três noções

- A organização dos elementos reunidos num conjunto coerente segundo um processo interactivo entre os meios disponíveis e os constrangimentos que possam existir de tempo e de recursos;
- A previsão das contingências no desenvolvimento
- E a vontade de fazer face ao acaso e dominá-lo (6).

(5) A actividade da empresa tem um sentido global. Trata-se do conjunto dos serviços ou produtos disponíveis para utilizar ou consumir, dependentes da tecnologia empregue e dos segmentos de mercado visados.

Trata-se de uma outra perspectiva com bastante interesse.

Sendo a estratégia a visão dirigida, torna-se necessário organizar os recursos num conjunto coerente usando-se o planeamento e a programação. Enquanto os acontecimentos se vão registando, através do sistema de controle avaliam-se os desvios, o que conduz a novas previsões. Estes elementos contingenciais dão lugar à necessidade de ajustar a estratégia. Entramos no campo do planeamento estratégico, o que à medida em que vamos tendo novos dados nos permite outros ajustamentos em consonância com os objectivos.

Mas é necessário fazer face ao acaso; por isso se desenvolve a reflexão baseada na análise prospectiva, através da criação de cenários possíveis (7). O elemento voluntarista associado ao factor liderança acaba por ser decisivo em todo o processo da escolha na qual assenta em muito o êxito.

Voltando à questão central da actividade, se ela estiver bem definida e caracterizada relativamente aos concorrentes e se for assumida uma estratégia empresarial adequada aos objectivos, ficam reunidas as condições para o desenvolvimento se, entretanto todo este processo for liderado.

A liderança efectiva é a que dá a uma organização a sua visão

(6) Inserto na revista do IPE, Nº 4 JUL/AGOS/85, sob o título, EP'S NÃO FINANCEIRAS: Algumas Notas Sobre, de Júlio H. Neves, p.15.

(7) GODET, Michel, Méthode des Scénarios, Futuribles, Paris. Cenário: "Conjunto formado pela descrição de uma situação futura e do curso dos acontecimentos que permitem passar da situação original à situação futura". Este conjunto de acontecimentos deve apresentar uma certa coerência.

e capacidade para se transformar com êxito (8). Logo, o êxito de uma estratégia é consequência directa da acção do líder e da sua capacidade para exercer a liderança, ao mesmo tempo que conhece as potencialidades e as particularidades que distinguem a actividade, conducente à obtenção de vantagens competitivas no mercado, através da optimização dos recursos, visando o crescimento e a rendibilidade.

Lançando mão da matriz sobre sistemas concorrenciais desenvolvida pelo Boston Consulting Group (9) equaciona-se o peso das vantagens competitivas, fraco ou forte com as hipóteses de diferenciação, limitadas ou numerosas, o que permite escolher a estratégia mais conveniente.

Em actividades de volume, a posição concorrencial depende da quota de mercado, enquanto em actividades de especialização depende dos eixos de diferenciação e em actividades fragmentadas depende da sua natureza. Quanto às actividades em impasse, a posição concorrencial também está em "impasse estratégico", por não ter nenhuma das posições concorrências referidas em predominância.

Na perspectiva do ciclo vital de domínio da actividade, podemos delinear estratégias de expansão, segmentação, dominação ou liquidação.

Estas referências permitem uma melhor reflexão sobre as estratégias a adoptar, tendo presente que a lógica do desenvolvimen-

(8) BENNIS, Warren e NANUS, Burt, *LÍDERES-ESTRATÉGIAS para assumir a verdadeira liderança*, editora HARBRA, São Paulo, 1988, p.18.

(9) B.C.G., *Perspectives sur la stratégie de l'entreprise*, Homes et Techniques, 1970; B.C.g. *Les mécanismes fondamentaux de la compétitivité*, Homes et Techniques, 1980.

to passa, em princípio, pelo crescimento da actividade, o que pressupõe a existência de uma estrutura adequada que a suporte, organizacional, financeira, tecnológica ou de gestão.

Salienta-se a importância fundamental da gestão global para o desenvolvimento, à qual estão associados a figura do gestor enquanto líder, a definição das metas e a assunção da estratégia empresarial.

Com o seu estilo, personalidade, visão, capacidade de risco e através da arte para mobilizar pessoas, o líder cataliza as energias potenciais, conferindo à organização a necessária vitalidade para o êxito. Uma estratégia bem sucedida só é possível com liderança, ou de outra forma, as organizações não podem alcançar êxito sem uma liderança efectiva, confundível com administração.

A sua distinção compreende-se melhor através da caracterização dos respectivos agentes da acção a líderes e administradores.

Os líderes fazem as coisas certas, perseguem a eficiência dos processos para dominar as rotinas, utilizando uma perspectiva orientada, sempre no intuito de saber o porquê.

Fazem as escolhas envolvidos pela complexidade e enfrentando as incertezas, recorrendo à criatividade e ao processo criativo, "quando nem o método, nem o problema, sem falar da solução, existe como uma entidade conhecida" (10).

Os administradores fazem as coisas de forma certa, dentro de uma actividade orientada e de julgamento, no desejo de saber como, actuando sobre as rotinas básicas. A complexidade e à incerteza

(10) WARREN Bennis e BURT Nanus, ob.citada, p.34.

respondem utilizando processos rígidos, dentro da lógica rotineira, para encontrar a solução dos problemas. O processo mental com método vai ao encontro das soluções que por sua vez decorrem dos próprios problemas e do método.

A liderança é mobilizadora, transmitindo um significado forte às acções, uma coesão aos membros do grupo e uma coerência aos processos, o que lhe confere reconhecimento e autoridade para continuar na acção. Em última instância busca o poder (11) necessário para a condução consistente e mobilização da empresa. A grande diferença é que no caso da liderança o poder é obtido pela via do reconhecimento e da autoridade resultante das acções disputadas, colocando em relevo as capacidades intrínsecas do líder, de visão dos grandes valores da organização e de mobilização dos grupos, através da sua capacidade para influenciar. Ao líder está associado um estilo, uma certa maneira de ver e de fazer as coisas, fruto das suas capacidades e personalidade.

Podem-se distinguir áreas de competência da liderança: a visão e o alcance dos objectivos, a comunicação mobilizadora para os grandes valores e significados, a confiança assumida e transmitida e a existência de uma personalidade positiva e de acção. A liderança cataliza comportamentos e confere unidade de comando e coesão dos grupos, condições indispensáveis para o êxito das organizações. Para qualquer estratégia tomada como adequada,

(11) O poder tem vindo a ser tratado desde a antiguidade. Confunde-se com o desenvolvimento do próprio homem. Veja, PRÍNCIPE, de Maquiavel e O HOMEM E O PODER, de JOSÉ Maria Rodrigues da Silva, ob. citadas.

exige-se uma liderança tanto mais forte quanto mais ambiciosos os objectivos e maiores os riscos e outros desafios a ultrapassar.

4.4 - DESENVOLVIMENTO

Antes de tudo, é preciso clarificar os conceitos que aparecem normalmente associados de crescimento e desenvolvimento.

Necessita-se de uma relação e de um valor comparativo sempre que se refere o crescimento, enquanto que o desenvolvimento é um conceito ligado à noção de processo contínuo, gradual, cumulativo e irreversível, em função de um fim. Neste caso, é necessário definir os objectivos em relação aos quais se processa o desenvolvimento, ao passo que o crescimento tem lugar em relação a modelos assumidos.

Uma empresa cresce quando aumenta o seu volume de actividade ou a sua massa patrimonial e desenvolve-se quando em função das metas definidas tem lugar uma sequência de fenómenos e de processos a que corresponde uma variação progressiva, cumulativa e irreversível conducente para as metas.

Utilizando outra terminologia há desenvolvimento quando o processo obedece à condição necessária de eficácia e suficiente de eficiência. Ora, a empresa pode muito bem ser eficiente nos seus processos e não ser rendível, o que, a um certo prazo, conduzirá à sua desagregação como seja o caso de registar um elevado índice de crescimento. Contudo, não é eficaz pelo que não está em curso o processo de desenvolvimento. Na prática corrente, verifica-se que ao processo dinâmico de crescimento correspondem fases de desenvolvimento directamente relacionadas com o volume da actividade, a estrutura orgânica e a massa patrimonial. Daí

que se aluda a qualquer dos conceitos indistintamente e de uma forma errónea.

O que os gestores pretendem é o desenvolvimento; para isso dinamizam o crescimento, com efeitos sobre a estrutura e a massa patrimonial o que conduz ao desenvolvimento mais ou menos acelerado, o qual permite, por outro lado, aproveitar do efeito homeostático (12) com implicações directas ao nível do poder económico.

Sabe-se que quanto maior for o poder económico de uma organização maior a sua capacidade de influência político-social, a que corresponde um poder económico e social acrescido para os sócios ou accionistas, para os gestores e, nomeadamente, para quem exerce a liderança.

As razões económicas estão associadas razões sociais de prestígio e de influência, num ciclo fechado em crescendo, para o qual são mobilizadas as energias. Todavia, para manter este processo dinâmico é necessário actuar de uma forma articulada, harmoniosa e orientada, lançando mão das técnicas, optimizando a aplicação dos recursos e mobilizando os técnicos, especialistas e os gestores das várias áreas. A organização racionalizada e eficiente funciona como suporte, assegurando a continuidade, a consistência e a eficácia à empresa, na qual a liderança desempenha um papel central.

A uma política de crescimento corresponde normalmente o objectivo da liderança em obter o desenvolvimento, sendo aquele uti-

(12) Tem lugar o efeito homeostático, quando um sistema num determinado nível de equilíbrio, perante alterações, é levado a deslocar esse equilíbrio para um outro nível mais elevado.

lizado como um meio. Quicá, nem sempre assim acontece, tanto por razões de ordem interna como externa.

Se para atingir padrões elevados de desenvolvimento a estratégia a seguir é a de utilização de altos índices de crescimento, isso implica cuidados redobrados. É necessário dispor de uma organização bem estruturada, racionalmente funcional e de técnicos e gestores com elevada formação, conhecedores dos desafios e muito motivados, para poderem responder de uma forma adequada e eficaz, com respeito pela estratégia empresarial delineada resultante da gestão estratégica assumida pela liderança.

Uma menor eficiência, um deficiente processo de controlo ou uma estratégia desadequada podem conduzir temporariamente a índices de crescimento elevados mas redundar em fracasso ao nível do desenvolvimento, tanto mais grave quanto mais tarde forem tomadas as necessárias correcções.

Ainda que respeitando todos os atributos e condições de êxito, conducentes ao desenvolvimento, aquando da decisão estratégica pode, também, vir a redundar em fracasso se, entretanto, ocorrerem alterações no contexto e se a empresa não for lesta a redefinir e a ajustar a sua estratégia, ou não tiver possibilidades de o fazer.

E o caso do aparecimento de concorrentes imprevistos e muito competitivos, tanto quanto aos processos como às condições de colocação dos produtos, não dando tempo, por razões de inércia orgânica, à adequação das estruturas, no caso de serem necessários investimentos em novas linhas de produção.

III. OVERTRADING E DESENVOLVIMENTO

1 - INTRODUÇÃO

Associado às políticas de desenvolvimento, encontramos correntemente o conceito de crescimento, o que conduz muitas vezes a confundir ambos (1). Há, no entanto, uma estreita correlação entre si, na medida em que às políticas de desenvolvimento corresponde a necessidade de impulsionar o crescimento, no qual assentam muitas das estratégias empresariais, com vista a enfrentar a competitividade, a aproveitar as oportunidades de novos negócios ou a conseguir uma maior posição de mercado, obtendo vantagens com as economias de escala.

Sendo o crescimento utilizado como um meio, pretende-se em última instância conseguir o desenvolvimento empresarial, para garantir o poder económico e financeiro permitindo, a prazo, a expansão da empresa.

Face a determinada capacidade instalada, tomada como adequada à dimensão empresarial, os gestores visam racionalizar os recursos e otimizar a capacidade disponível, com vista à consecução dos objectivos e das metas de rentabilidade, de acordo com a estratégia empresarial. Sabe-se, porém, que a uma dimensão empresarial corresponde uma estrutura de custos fixos, relacionada com o crescimento da actividade dentro de limites determinados.

(1) Veja-se o ponto II.4.4 - DESENVOLVIMENTO.

A continuação da expansão do volume de actividade implica alterações na estrutura fixa, logo o seu redimensionamento (2).

Dito de outra forma, a estrutura empresarial adequada para o volume da actividade corresponde ao equilíbrio dos fluxos financeiros resultantes da estrutura de capitais da empresa e das políticas de gestão praticadas em consonância com a estratégia empresarial. No entanto, ainda que se mantenha o nível de actividade, alterações nas políticas de gestão repercutem-se por via dos fluxos financeiros na tesouraria da empresa. Daí a necessidade de redimensionar as estruturas para melhor responder à expansão. Para além da estrutura orgânica de apoio é preponderante redimensionar a estrutura financeira, pelo que, normalmente se recorre a novos financiamentos, devido aos meios libertos não serem segregados a uma velocidade compatível com os investimentos em activos fixos e activos circulantes.

Porém, pode acontecer que a capacidade instalada e disponível seja de molde a suportar um acentuado crescimento da actividade. Neste caso, as necessidades de financiamento colocar-se-ão tão somente para os activos circulantes se o seu volume, as condições de crédito concedidas e a rotação das existências forem superiores aos correspondentes passivos circulantes.

A não acontecer, teremos uma tesouraria deficitária, cujo equilíbrio implicará ou o recurso aos financiamentos de curto prazo ou à dilação dos prazos de pagamento dos passivos, nomeadamente dos fornecedores. Esta dilação, em regra, inicia-se pela transferência das responsabilidades em conta corrente para valores

(2) Queremos aludir aos investimentos corpóreos e em fundo de maneo e às alterações nas estruturas orgânicas, com relevo para recursos humanos.

152

titulados, sujeitos a encargos e ao rigor do cumprimento dos prazos.

Estamos perante o conhecido efeito OVERTRADING. Tem por base a expansão acelerada da actividade cujas consequências se reflectem na tesouraria da empresa.

A persistência do efeito OVERTRADING, para além de limites estratégicos definidos, conduz á ruptura da tesouraria, em consequência da diminuição e posterior corte de crédito dos fornecedores, uma vez esgotado o recurso aos empréstimos de curto prazo. Daí a importância do ciclo crónico do endividamento o qual acarreta encargos financeiros sempre crescentes que por sua vez afectam os resultados de exploração e a rentabilidade da empresa.

Em regra, trata-se de um processo provocado, normalmente não consciente, consequência da ânsia ou da necessidade de querer aproveitar as oportunidades de negócio, ou defender posições competitivas de mercado, o que exige capacidade financeira suficiente para suportar as alterações das estruturas e a redução da margem bruta, para melhor fazer face à concorrência.

Perante o desenvolvimento do processo, imagine-se que é tomada a decisão de baixar rapidamente o volume da actividade, suportada por uma estrutura orgânica e pelos custos fixos correspondentes sobre os quais é difícil actuar à mesma velocidade.

As consequências sobre a tesouraria são equivalentes ao processo de expansão acelerada, implicando uma eventual ruptura. Estamos perante o efeito UNDERTRADING (3).

São estes fenómenos, sobretudo o efeito OVERTRADING que trata -

remos nos pontos seguintes, com a particularidade de poder ser usado de uma forma deliberada, enquadrado numa estratégia de gestão, cujos requisitos e condições procurar-se-ão evidenciar. Quanto ao UNDERTRADING, no local devido, faremos uma análise às suas causas e consequências.

Face à realidade do efeito OVERTRADING cabe-nos perguntar, mas afinal a que velocidade deverá crescer o volume da actividade da empresa? A resposta procuraremos dá-la nos pontos seguintes.

(3) Trata-se de um termo novo que propomos, no seguimento do trabalho desenvolvido sobre o OVERTRADING.

A questão que se coloca é a de dar resposta a consequências equivalentes verificadas na tesouraria, sempre que há um abrupto abaixamento da actividade, sem que haja possibilidades de diminuir a estrutura de custos fixos, em tempo útil.

2 - CRESCIMENTO COMO OPÇÃO ESTRATÉGICA

A resposta para o desenvolvimento é normalmente verificada na expansão do volume de actividade e no crescimento das estruturas (4), que podem ser deliberados ou resultar de circunstâncias relacionadas com o mercado. Aliás, em períodos longos, para desenvolver é mesmo necessário crescer na maior parte dos casos. Daí que sendo deliberada a opção, se trate de um processo integrante e enformador duma estratégia empresarial, traduzido no planeamento estratégico e nos programas elaborados.

Nesta medida, a expansão é um meio e um processo conducente às metas de crescimento definidas. Pretende-se aproveitar as oportunidades do mercado e otimizar as potencialidades da empresa. Para isso é preciso reajustar as estruturas e dotar a empresa com os meios necessários e indispensáveis económicos, tecnológicos, financeiros e outros. Em última instância são os recursos financeiros que condicionam os programas e ditam o ritmo do crescimento mais conveniente e adequado para assegurar a rendibilidade esperada, tendo em conta os riscos globais envolvidos.

(4) A expansão é um processo dinâmico ligado ao crescimento e observável pelo aumento do volume; o crescimento é um processo dinâmico ligado às fases do desenvolvimento e observável não só pelo aumento do volume como da massa, estruturas, etc.; o desenvolvimento é um processo sequencial de fenómenos parciais e distintivos.

A expansão e o crescimento são processos com forma que se apreciam em relação a padrões e têm um valor comparativo; o desenvolvimento é um processo natural de evolução com um fim e tem um valor intrínseco.

Admita-se que o ritmo de crescimento é maior que o programado, e resulta do aproveitamento de oportunidades surgidas no mercado; que o mesmo é assumido como uma decisão insuficientemente ponderada pelos gestores, com implicações nas políticas de gestão, em especial na dilatação do crédito concedido. De repente, a empresa começa a ter necessidade de recorrer ao endividamento para poder satisfazer os compromissos e para poder complementar alguns investimentos adicionais em activos.

O processo assume um carácter continuado, crescendo as responsabilidades com prazos fixos, (5) em estreita correlação com a expansão da actividade. mantém-se em equilíbrio enquanto não surgirem dificuldades de acesso ao endividamento, cujas consequências far-se-ão sentir sobre a tesouraria em primeiro lugar, e sobre os resultados da exploração, afectados pelos encargos financeiros.

O efeito OVERTRADING passa a fazer parte da vida económica e financeira da empresa, obrigando a que o processo seja alimentado até que se tomem medidas estruturais (6).

A expansão acentuada do volume da actividade reflecte-se com maior ou menor impacte sobre a tesouraria devido a deficiente

(5) Trata-se de um processo de transferência das responsabilidades em conta corrente, para responsabilidades com condições e prazos mais alargados; normalmente usam-se as letras, possíveis de desconto no banco, com encargos financeiros e ainda com a alternativa de reforma da letra.

(6) É o caso dos saneamentos económico-financeiros, reestruturações e reajustamentos ao nível da gestão, com o fim de dotar a empresa com uma estrutura económica e financeira adequada ao nível de actividade.

e inadequada estrutura financeira, o que quer dizer que o ritmo de crescimento tem de obedecer a parâmetros económicos, financeiros e de gestão.

Na prática, para se responder a um elevado ritmo de crescimento torna-se necessário realizar investimentos em activos de exploração (17), normalmente financiados pelo recurso ao endividamento de curto prazo com reflexos nos fluxos da tesouraria, mercê do rigor dos prazos de reembolso e da necessidade de recorrer a novos empréstimos. E o ciclo do OVERTRADING; tem por base a desadequada estrutura dos capitais permanentes, logo, insuficiente para suportar os investimentos adicionais relacionados com o ciclo de exploração, a qual tem de levar em conta o sector, tipo e volume da actividade, as políticas de gestão, a estratégia empresarial e o nível da inflação prevista dotando a empresa com os capitais adequados para suportar os investimentos em fundo de maneo e noutros activos de exploração (18).

-
- (17) São investimentos em activos de exploração, os investimentos em fundo de maneo e nos imobilizados de exploração, indispensáveis para desenvolver a actividade.

Relacionado com os investimentos em fundo de maneo, refere-se o efeito a que PIERRE CONSO, ob.citada, p.171, chama de "coup de béliet", como um fenómeno que afecta gravemente a tesouraria, em que as flutuações normais (e as anormais) podem provocar um aumento sensível da necessidade de financiamento. Efectivamente, o aumento dos "stocks" origina um abrandamento das compras, traduzindo-se este, com um certo desfasamento no tempo, por uma baixa do valor do crédito de fornecedores, enquanto que o volume do activo circulante permanece a um nível elevado.

- (18) No caso da empresa adoptar uma política de investimentos em activos extra-exploração, o que também é corrente, é necessário dispor dos capitais provenientes de adequadas fontes de financiamento.

Escreve H.CALDEIRA MENEZES (9) que as empresas dotadas de frá - geis tesourarias previsionais de exploração (tesouraria real de exploração = tesouraria normativa de exploração) apresentam maiores riscos financeiros e deverão, por esta razão, não só estruturar os seus capitais permanentes adequados à base de ca - pitais próprios como também manifestar uma profunda atenção à sua gestão de tesouraria e ao seu ritmo de crescimento, e, nou - tro passo, sendo que este depende de um conjunto de factores de natureza:

- estratégica
- económica
- financeira
- conjuntural

Aludindo à importância do factor conjuntural a revista Accountancy (10) tem escrito que em tempo de alta recessão o OVERTRADING é ainda a maior causa de problemas de fluxos de caixa, agravados à medida em que seja vencida a recessão.

Temos tratado do efeito OVERTRADING como consequência de um pro - cesso resultante de uma decisão pouco ponderada em resposta a oportunidades surgidas no mercado e consideradas vantajosas.

Ao aumentar aceleradamente o volume da actividade, alteram-se as cadências orgânicas da empresa e as regras do equilíbrio es - trutural, acreditando que os meios libertos sejam suficientes para suportar a dinâmica introduzida nos fluxos financeiros, e

(9) Ob. citada, p.325 e 344.

(10) Credit management, April, 1984.

os consequentes efeitos sobre a rendibilidade. ROGERIO FERNANDES FERREIRA (11) refere que, no seio das empresas, a rendibilidade do activo total varia muito por motivos de flutuações de actividade. Na verdade, pode suceder que uma empresa, para atingir maior cifra de lucro, opte por produzir mais, embora a maior custo marginal; a empresa percentualmente passou a ganhar menos, em termos absolutos ganhou mais. E continua, os raciocínios desta natureza podem ser contrabatisados invocando, dentre outros, os riscos resultantes do OVERTRADING, que poderão ter defesa no ganho real de quota de mercado, evitando assim o aparecimento de novos competidores ou a tomada de posições pela concorrência.

Explicitamente refere-se aos efeitos suplementares resultantes do aumento da actividade, colocando em relevo as consequências derivadas da acção sobre as margens brutas, com repercussões nos resultados.

(11) Ob.citada, p.298.

3 - A GESTÃO DA EXPANSÃO

Será que os gestores não podem controlar o efeito OVERTRADING, em determinadas condições, por forma a ser utilizado como integrante duma estratégia empresarial? Posta a questão doutro modo: será que grande parte das empresas, ao longo da sua vida, alguma vez não estiveram sujeitas ao OVERTRADING?

As dificuldades ou perturbações de tesouraria aparecem com alguma frequência, em resultado, entre outros, do esforço de crescimento, podendo vir a tornar-se persistentes, dando lugar a processos de saneamento ou de reestruturação, ou ainda, na pior das situações, descambando numa situação de ruptura. Estamos no âmbito do OVERTRADING.

Para ilustrar as causas e as consequências vamos descrever uma situação hipotética.

Certa empresa industrial desenvolve a sua actividade num contexto de grande competitividade. A equipa de gestão tem dado provas de competência, obtendo resultados, fruto da adopção de uma estratégia de gestão em que se privilegia a segurança, minimizando os riscos globais decorrentes de alterações estruturais aceleradas e promovendo uma evolução gradual.

Possui uma estrutura económica e financeira equilibrada e quando ocasionalmente ocorrem desajustamentos na tesouraria, os mesmos são supridos, recorrendo-se ao endividamento de curto prazo sem grandes dificuldades.

O desenvolvimento da empresa tem obedecido a uma programa previa-

mente estabelecido, com recurso ao planeamento estratégico, dada a existência de um quadro técnico-profissional de elevado nível e capacidade. Por razões imprevistas, aconteceram alterações na liderança. O novo líder, após conhecer e dominar a estrutura orgânica da empresa e o contexto do seu desenvolvimento, reconhecendo os limites quanto ao acesso aos recursos financeiros, tomou uma decisão que consistiu em aproveitar ao máximo as capacidades instaladas, explorando as oportunidades de mercado.

A orientação delineada visou promover o crescimento acelerado dado ter-se concluído que não o fazendo perderia uma oportunidade estratégica, em face de uma certa estabilidade competitiva.

Para isso foram mobilizados os gestores no sentido de praticarem uma gestão enérgica, consciente de estar a adoptar uma estratégia de gestão com riscos acrescidos, uma vez que a expansão acelerada da actividade iria ter reflexos sobre toda a estrutura, com necessidade de dispor de recursos financeiros adequados para suportarem os investimentos em activos de exploração (12) e outros investimentos adicionais. Para promover a aceleração do crescimento suportaram-se elevados custos de endividamento com o sacrifício, ao mesmo tempo, de uma parte das margens do negócio, o que se reflectiu sobre a rentabilidade da empresa.

A estratégia de crescimento delineada ocorreu em tempo determinado implicando alterações orgânicas profundas e um elevado grau de mobilização, empenho e esforço de todo o pessoal.

(12) Os activos directamente empenhados na exploração e dos quais depende a actividade.

Esteve em questão posicionar a empresa a um outro nível homeostático, com consequências estruturais. O sistema de informação e de controlo de gestão foi considerado de qualidade.

Os accionistas, por outro lado, quiseram ver asseguradas as suas expectativas, o que, a não verificar-se, teria ocasionado riscos adicionais.

Definidos os objectivos, delineada a estratégia e elaborados os planos foi tomada a decisão final.

Na primeira fase da expansão acelerada para acorrer aos défices de tesouraria recorreu-se ao endividamento de curto prazo, na medida em que os meios libertos eram canalizados para os investimentos adicionais.

Os resultados cresceram em valor absoluto, ainda que os custos do endividamento tenham feito diminuir a rendibilidade global.

Mais, tarde, na segunda fase, transformou-se uma parte do endividamento a curto em médio a a longo prazo, preterindo o recurso ao aumento do capital, por dificuldades relacionadas com os accionistas, conquanto se aproveitasse o efeito LEVERAGE financeiro. entretanto, a pressão sobre a tesouraria obrigou a uma gestão financeira muito cuidada.

O nível das estruturas evoluiu na proporção do crescimento da actividade e assistiu-se a grandes transformações da empresa.

O controlo de gestão teve um papel activo, actuando de uma forma

segura, fornecendo as informações em tempo útil enquanto que os problemas eram discutidos até se encontrar a solução mais compatível, tomando-se de imediato as decisões aos diversos níveis, dispondo os gestores de grande autonomia, responsabilidades e exigências.

Para manter a coesão, a interligação dos vários sectores e verificar o cumprimento dos programas, realiza am-se reuniões semanais com a presença dos principais gestores, através das quais foi possível controlar e dinamizar o processo, ao mesmo tempo complementado com sistemas de informação cruzados. Continuou a ser enorme a pressão financeira, evitando-se as rupturas da tesouraria com grande esforço e imaginação.

Alcançados os objectivos, foi redefinida a estratégia, abandonando-se o ritmo de crescimento acelerado até aí prosseguido, com vista à estabilização e consolidação da empresa.

Entretanto, entre outras medidas, com o apoio do sector de "marketing" foi possível actuar no melhoramento das margens ao mesmo tempo que se redefiniram as políticas de gestão e se renegociaram grande parte dos empréstimos.

Concluído o processo, não isento de dificuldades e com grandes riscos, a estratégia delineada permitiu à empresa atingir uma posição de grande destaque no sector, num tempo relativamente curto, o que de outra forma certamente não conseguiria alcançar.

Os riscos estratégicos foram sem dúvida elevados, minimizados com a adopção de uma gestão dinâmica, programada e, sobretudo, muito controlada, assente numa equipa de elevado nível de qualificação

e motivada, no que foi decisivo a acção do líder.

Em síntese, correram-se riscos calculados derivados do efeito OVERTRADING, os quais devido ao excelente planeamento e controlo do processo estiveram na base do êxito empresarial, permitindo o desenvolvimento.

A questão de fundo que se tem colocado é a de saber dentro de que parâmetros é possível utilizar o processo que está na génese do OVERTRADING, por forma a catapultar uma empresa com um determinado nível de desenvolvimento estrutural para um outro superior, num prazo de tempo relativamente curto.

Numa empresa com uma estrutura pesada e difícil de alterar a curto prazo, por razões diversas admitta-se a necessidade de se tomar uma decisão estratégica não de expansão mas de diminuição acelerada da actividade. Trata-se de um processo com reflexos profundos sobre a tesouraria, cujas consequências negativas estão na base do que denominamos de efeito UNDERTRADING.

4 - UNDERTRADING

Crescer é natural. Decrescer é quase sempre tomado como um processo retrógrado, ainda que seja a solução para acertar o passo com o desenvolvimento. Poucos gestores assumem a redução da actividade como estratégia e menos ainda se a mesma for tomada de uma forma acelerada.

Uma coisa é assumir-se a decisão, empurrados pela incapacidade para cumprir as responsabilidades, dando origem a processos de reestruturação das dívidas e a outras medidas complementares, nomeadamente reajustamentos orgânicos. Nestes casos, as soluções são limitadas sendo estas medidas na maioria das vezes provocadas pelos credores, face às insuficiências e incapacidades de gestão [13].

Outra coisa é tomar-se a decisão enquadrada numa estratégia antecipadamente assumida na busca das soluções mais racionais e optimizadas, que permitam salvaguardar o essencial da vida de uma organização, isto é, promover o desenvolvimento a prazo.

Pegando no caso da empresa referida no ponto anterior, admitamos que o processo de estabilização estava a ser inviabilizado por factores adversos e exteriores à empresa.

[13] Os factores de incapacidade de gestão estão relacionados com a incompetência técnica, o desconhecimento dos vectores estratégicos da actividade, a fraca resposta aos desafios da dinâmica organizacional, a inexistência ou inadequação do perfil de liderança e factores exógenos de natureza económica, financeira e política.

Os gestores concluíram que deveriam tomar a decisão de reduzir aceleradamente a actividade, por forma a diminuir, na mesma medida, as estruturas fixas e salvaguardar o desenvolvimento no futuro.

Acontece, porém, que ao abaixamento do nível da actividade, não correspondem, de imediato, as estruturas, pelo que, para além do efeito negativo sobre os resultados verifica-se o agravamento da situação da tesouraria, resultante do desajustamento dos fluxos financeiros, mantendo-se persistente o défice.

Está-se perante o efeito UNDERTRADING que é possível ultrapassar à medida que for sendo reposto o equilíbrio estrutural, para o que é necessário assegurar a rendibilidade económica directamente influenciada pelos custos fixos e dependente do nível da actividade, em conjugação com os fluxos financeiros.

IV - UMA APLICAÇÃO SIMULADA

1 - INTRODUÇÃO

Inicialmente quisemos testar situações de OVERTRADING verificadas na vida real. Para isso escolhemos uma metodologia que em princípio nos permitisse fazer o enquadramento e analisar a evolução das empresas em relação ao sector da actividade. Solicitámos a colaboração directa de uma instituição oficial que colocou à disposição a sua base de dados. Escolhemos os sectores e as empresas cuja amostra era considerada excelente (*).

Entretanto, depararam-se dificuldades que para serem ultrapassadas exigiam dispor de um prazo de tempo muito longo para que fosse possível desenvolver o trabalho indispensável de correcções e tratamento da informação, reportada a um período significativo de tempo, entre cinco e dez anos.

Foi feita então outra opção a de criar um modelo, com base numa empresa hipotética, que permitisse simular os diferentes cenários de evolução, por forma a verificar os efeitos relacionados com o tema deste trabalho.

Construído o modelo composto por um balanço, uma demonstração de resultados e um mapa de fluxos financeiros, simulámos alguns cenários, alterando dados de base dependentes das políticas de gestão da empresa.

(*) De acordo com o regulamento, foi solicitada autorização escrita às empresas, para que permitissem o estudo dos documentos financeiros.

Numa primeira hipótese de trabalho, actuámos sempre sobre o modelo base e desenvolvemos várias alternativas. Numa segunda hipótese, tornámos o modelo evolutivo fazendo variar alguns dados sucessivamente dentro da sequência racional e hipotética do que seria a actuação dos gestores da empresa ao longo de doze períodos.

Para completar o modelo determinámos o efeito e o grau LEVERAGE e o custo do capital.

2 - AS CONDIÇÕES DO MODELO

1. Consideramos um ano X-1, ao qual fizemos corresponder os investimentos base para o arranque do modelo.
2. O ano X foi o primeiro ano de actividade no qual foram assumidas as seguintes políticas de gestão:
 - 2.1 - No disponível (caixa e bancos) está incluída uma margem de segurança de tesouraria que corresponde a cerca de 1,5% das vendas líquidas.
 - 2.2 - O crédito concedido aos clientes obedece às seguintes condições:
 - a) cerca de 70% das vendas líquidas são recebidas por cheque a 30 dias;
 - b) os restantes 30% são titulados por letras, não descontadas no banco (ficam em carteira) e cobradas a 60 dias em média.
 - 2.3 - O valor das existências totais corresponde, em média, a 4 meses dos produtos vendidos e consumidos.
 - 2.4 - Os fornecedores concedem crédito à empresa nas seguintes condições:
 - a) dos produtos vendidos e consumidos e outros custos cerca de 70% das compras são liquidadas a 30 dias;

b) os restantes 30% são liquidados por meio de letras aceites e descontadas no banco, a 90 dias, com encargos médios de 22% ao ano da responsabilidade da empresa.

2.5 - O crédito do sector público estatal é o normal; inclui o IVA, cuja taxa adoptada foi de 17%, e os encargos com pessoal estimados em cerca de 30% das despesas com pessoal, a liquidar no mês seguinte.

2.6 - Os empréstimos bancários a curto prazo têm um encargo médio de 18% e os empréstimos bancários a médio e a longo prazo um encargo médio de 20% ao ano.

2.7 - A provisão para impostos sobre lucros (PISL) corresponde a 40% ao ano.

2.8 - Os accionistas recebem dividendos correspondentes a 50% dos resultados líquidos.

3. Para a realização das simulações sobre o modelo base, actuámos nas vendas líquidas, nas margens brutas e nas políticas de gestão, com vista a determinar as consequências na tesouraria. Nos casos em que a tesouraria obtida era negativa, actuou-se complementarmente recorrendo ao endividamento a curto prazo para montantes reduzidos e a médio longo prazo quando os valores verificados eram de montantes elevados.

4. Numa das simulações da segunda hipótese de trabalho fizeram-se investimentos como condição indispensável para suportar o nível da actividade.
5. Obviamente que, tratando-se de simulações, as permissas assumidas foram as consideradas principais, admitindo-se tudo o mais como invariável.
6. Foram as seguintes as variações introduzidas nas políticas de gestão, que se apresentam na matriz seguinte:

RUBRICAS	P0	P1	P2	P3	P4
Clientes c/c - 30 dias	70%	40%	30%	50%	50%
Clientes LR - 60 dias	30%	30%	---	50%	50%
- 90 dias	---	30%	70%	---	---
Fornecedores c/c - 30 dias	70%	70%	70%	30%	20%
Fornecedores LP - 60 dias	---	---	---	---	---
- 90 dias	30%	30%	30%	70%	50%
- 120 dias	---	---	---	---	---

3 - AS HIPÓTESES DE TRABALHO

3.1 - 1ª HIPÓTESE

E a seguinte a matriz das variações introduzidas partindo-se do ano X:

RUBRICAS	ANO X	H1	H2	H3	H4	H5
Vendas líquidas	1	+ 50%	+100%	+150%	+200%	+300%
Margem bruta	50%	40%	40%	35%	30%	25%
Políticas de gestão	Po	Po	Po	P3	P3	P4
Endividamento c/p	60.000	60.000	0	50.000	20.000	20.000
Endividamento ML/p	0	0	100.000	100.000	250.000	350.000

TESOURARIA	<59.583>	<83.382>	5.858	5.440	8.545	192
------------	----------	----------	-------	-------	-------	-----

3.2 - 2ª HIPÓTESE

O ano X serviu para o arranque das simulações, que tiveram lugar sequencialmente em relação ao ano precedente, embora as percentagens de aumento das vendas, por conveniência de leitura, estejam referidas ao ano X. É a seguinte a matriz de evolução:

RUBRICAS	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5	X+6	X+7	X+8	X+9	X+10	X+11	X+12
Vendas líquidas	1		+50%	+100%		+150%		+300%		+400%		-100%	-250%
Margem bruta	50%		45%	40%	35%	30%		25%		20%			
Políticas de gestão	Po				P1	P2							
Endividamento									60.000				
- curto prazo	60.000	30.000											
- médio e longo p.	0	100.000					280.000				340.000		
Investimentos	0						325.000						
TESOURARIA	(59.542)	2.798	31.273	137.277	176.081	91.242	2.989	(151.014)	5.078	(171.050)	3.258	253.526	527.225

Balancos esquematizados

	ANO X-1	ANO X	Hip 1	Hip 2	Hip 3	Hip 4	Hip 5	Modelo
social	450,000	450,000	450,000	450,000	450,000	450,000	450,000	450,000
e resultados transitados	0	0	(58,060)	(58,060)	(58,060)	(58,060)	(58,060)	(58,060)
os liquidos	0	(58,060)	9,188	140,424	152,875	133,108	135,520	135,520
proprios (1+2+3)	450,000	391,940	401,128	532,364	544,815	525,048	527,460	527,460
os a MLP	0	0	0	100,000	100,000	250,000	250,000	250,000
permanentes (4+5)	450,000	391,940	401,128	532,364	644,815	775,048	877,460	877,460
do								
breo	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000
rporeo	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
lizacoes e reintegracoes	0	65,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
ilizado liquido	440,000	375,000	310,000	310,000	310,000	310,000	310,000	310,000
aneio (6-7)	10,000	16,940	91,128	222,364	334,815	465,048	567,460	567,460
les ciclicas								
m de seguranga	0	10,800	16,200	21,600	27,000	32,400	43,200	43,200
tes C/C	0	42,000	63,000	84,000	75,000	90,000	120,000	120,000
tes LR	0	36,000	54,000	72,000	150,000	180,000	240,000	240,000
encias	0	120,000	216,000	288,000	390,000	504,000	720,000	720,000
	0	208,800	349,200	465,600	642,000	806,400	1,123,200	1,123,200
iclicos								
cedores C/C	0	25,667	42,467	55,067	31,250	39,800	37,333	37,333
cedores LP	0	33,000	54,600	70,800	218,750	278,600	504,000	504,000
	0	2,852	1,424	1,628	(14,375)	(20,903)	(48,602)	(48,602)
stimos CP	0	60,000	60,000	0	50,000	20,000	20,000	20,000
nistas	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	121,518	158,490	127,494	285,625	317,497	512,732	512,732
neio necessario (9-10)	0	87,282	190,710	338,106	356,375	488,903	610,468	610,468
(8-11)	10,000	(70,342)	(99,582)	(15,742)	(21,560)	(23,955)	(43,008)	(43,008)
eguranga	0	10,800	16,200	21,600	27,000	32,400	43,200	43,200
final	10,000	(59,542)	(83,382)	5,858	5,440	8,545	192	192

e exploracao e resultados

das (VL)	0	720,000	1,080,000	1,440,000	1,800,000	2,160,000	2,880,000	2,880,000
s vendidos e consumidos	0	360,000	648,000	864,000	1,170,000	1,512,000	2,160,000	2,160,000
mentos e servicos de terceiros	0	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
acoes e reintegracoes	0	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000
e encargos	0	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
inancieiros de funcionamento								
mprestimos bancarios	0	10,800	10,800	0	9,000	3,600	3,600	3,600
ncargos comerciais	0	7,260	12,012	15,576	48,125	61,292	110,880	110,880
ustos	0	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
custos	0	778,060	1,070,812	1,279,576	1,627,125	1,976,892	2,674,480	2,674,480
exploracao (RE)	0	(58,060)	9,188	160,424	172,875	183,108	205,520	205,520
ados (OR)	0	0	0	0	0	0	0	0
tes CFF e PISL (RAJI)	0	(58,060)	9,188	160,424	172,875	183,108	205,520	205,520
eiros de financiamento (CFF)	0	0	0	20,000	20,000	50,000	70,000	70,000
es impostos (RAI)	0	(58,060)	9,188	140,424	152,875	133,108	135,520	135,520
impostos sobre lucros (PISL)	0	0	0	0	0	0	0	0
uidos (RL)	0	(58,060)	9,188	140,424	152,875	133,108	135,520	135,520
	0	0	0	0	0	0	0	0
uidos retidos (RLR)	0	(58,060)	9,188	140,424	152,875	133,108	135,520	135,520
nto (2.3 + 11)	0	6,940	74,188	205,424	217,875	198,108	200,520	200,520

Mapa dos fluxos financeiros

liquidas	0	720,000	1,080,000	1,440,000	1,800,000	2,160,000	2,880,000	2,8
ao do credito concedido	0	78,000	39,000	78,000	147,000	192,000	282,000	2
mentos de exploracao (1-2)	0	642,000	1,041,000	1,362,000	1,653,000	1,968,000	2,598,000	2,5
s totais	0	778,060	1,070,812	1,279,576	1,627,125	1,976,892	2,674,480	2,6
zacoes e reintegracoes	0	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	
ao das existencias	0	120,000	96,000	168,000	270,000	384,000	600,000	6
as totais (4-5+6)	0	833,060	1,101,812	1,382,576	1,832,125	2,295,892	3,209,480	3,2
ao do credito obtido	0	61,518	36,972	65,976	174,107	235,979	431,213	4
entos de exploracao (7-8)	0	771,542	1,064,840	1,316,600	1,658,018	2,059,913	2,778,267	2,7
raria de exploracao (3-9)	0	(129,542)	(23,840)	45,400	(5,018)	(91,913)	(180,267)	(1
imentos extra-exploracao	0	60,000	0	40,000	90,000	210,000	310,000	3
entos extra-exploracao	0	0	0	20,000	20,000	50,000	70,000	
ionistas	0	0	0	0	0	0	0	
L	0	0	0	20,000	20,000	50,000	70,000	
estimento	0	0	0	0	0	0	0	
raria extra-exploracao (11-12)	0	60,000	0	20,000	70,000	160,000	240,000	
raria global (10+13)	0	(69,542)	(23,840)	65,400	64,982	68,087	59,733	
nivel inicial	0	10,000	(59,542)	(59,542)	(59,542)	(59,542)	(59,542)	
nivel acumulado (14+15)	0	(59,542)	(83,382)	5,858	5,440	8,545	192	

EFEITO E GRAU LEVERAGE

o total (AT)	450,000	513,458	559,618	759,858	930,440	1,092,545	1,390,192	1,
vidamento (EMLP/CP)	0.00	0.00	0.00	0.19	0.18	0.48	0.66	
is liquidas (VL)	0	720,000	1,080,000	1,440,000	1,800,000	2,160,000	2,880,000	2,
os variaveis totais (CV)	0	360,000	648,000	864,000	1,170,000	1,512,000	2,160,000	2
os fixos totais (CF)	0	418,060	422,812	415,576	457,125	464,892	514,480	
ltados de exploracao (RE)	0	(58,060)	9,188	160,424	172,875	183,108	205,520	
acao percentual das VL	0.00%	ERR	50.00%	100.00%	150.00%	200.00%	300.00%	
acao percentual dos RE	0.00%	ERR	-115.83%	-376.31%	-397.75%	-415.38%	-453.98%	
LEVERAGE	ERR	ERR	(2)	(4)	(3)	(2)	(2)	
teorico	0	(23,224)	3,675	64,170	69,150	73,243	82,208	
I	0	34,836	(5,513)	(96,254)	(103,725)	(109,865)	(123,312)	
(RE/AT)	0.00%	-11.31%	1.64%	21.11%	18.58%	16.76%	14.76%	
	0	0	0	20,000	20,000	50,000	70,000	
	0	(58,060)	9,188	140,424	152,875	133,108	135,520	
	0	(23,224)	3,675	56,170	61,150	53,243	54,208	
	0	(34,836)	5,513	84,254	91,725	79,865	81,312	
(RL/C'P)	0.00%	-8.89%	1.37%	15.83%	16.84%	15.21%	15.42%	
acao percentual de RL	0	ERR	(116)	(342)	(363)	(329)	(333)	
LEVERAGE financeiro	ERR	ERR	1.00	0.91	0.91	0.79	0.73	
onomia de impostos sobre CFF	0	0	0	8,000	8,000	20,000	28,000	
apos impostos	0	0	0	12,000	12,000	30,000	42,000	
o da divida antes Impostos (i)	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	
o da divida apos Impostos	0	0	0	0	0	0	0	
i LEVERAGE combinado	ERR	ERR	-2.32	-3.42	-2.42	-1.65	-1.11	
TO LEVERAGE (RC'P-REA)	0.00%	-3.51%	0.65%	5.27%	9.48%	8.59%	10.91%	

Mapa do custo do capital

dados antes juros e impostos (RAJI)	0	(58,060)	9,188	160,424	172,875	183,108	205,520
	0	0	0	20,000	20,000	50,000	70,000
	0	(58,060)	9,188	140,424	152,875	133,108	135,520
Disponibilidade dos capitais próprios (RC'P)	0.00%	-14.81%	2.29%	26.38%	28.06%	25.35%	25.69%
Capital próprio (CP)	450,000	391,940	401,128	532,364	544,815	525,048	527,460
Nível total (ET)	0	206,800	349,200	565,600	742,000	1,056,400	1,473,200
Ativo total (AT)	450,000	600,740	750,328	1,097,964	1,286,815	1,581,448	2,000,660
Endividamento (ET/C'P)	0.00	0.53	0.87	1.06	1.36	2.01	2.79
Utilidade econômica (REA)	0.00%	-9.66%	1.22%	14.61%	13.43%	11.58%	10.27%
Custo do exigível total (Ki)	ERR	8.65%	6.53%	6.29%	10.39%	10.88%	12.52%
Custo do capital próprio (Ke)	0.00%	-14.81%	2.29%	26.38%	28.06%	25.35%	25.69%
Custo do capital total (Kc)	ERR	-6.66%	4.26%	16.03%	17.87%	15.68%	15.99%

Mapa do custo do capital

Resultados antes juros e impostos (RAJI)	0	(58,060)	9,188	160,424	172,875	183,108	205,520
CFF	0	0	0	20,000	20,000	50,000	70,000
RAI	0	(58,060)	9,188	140,424	152,875	133,108	135,520
Rendibilidade dos capitais próprios (RC'P)	0.00%	-14.81%	2.29%	26.38%	28.06%	25.35%	25.69%
Capital próprio (CP)	450,000	391,940	401,128	532,364	544,815	525,048	527,460
Exigível total (ET)	0	208,800	349,200	565,600	742,000	1,056,400	1,473,200
Activo total (AT)	450,000	600,740	750,328	1,097,964	1,286,815	1,581,448	2,000,660
Endividamento (ET/C'P)	0.00	0.53	0.87	1.06	1.36	2.01	2.79
Rendibilidade económica (REA)	0.00%	-9.66%	1.22%	14.61%	13.43%	11.58%	10.27%
Custo do exigível total (Xi)	ERR	8.65%	6.53%	6.29%	10.39%	10.88%	12.52%
Custo do capital próprio (Ke)	0.00%	-14.81%	2.29%	26.38%	28.06%	25.35%	25.69%
Custo do capital total (Kc)	ERR	-6.66%	4.26%	16.03%	17.87%	15.68%	15.99%

	ANO X-1	ANO X	ANO X+1	ANO X+2	ANO X+3	ANO X+4	ANO X+5	AN
Capital social	450,000	450,000	450,000	450,000	450,000	450,000	450,000	
Reservas e resultados transitados	0	0	(58,060)	(130,720)	(81,241)	53,783	72,334	
Ativos líquidos	0	(58,060)	(72,660)	49,479	135,024	18,551	27,747	
Ativos próprios (1+2+3)	450,000	391,940	319,280	368,759	503,783	522,334	550,081	
Reservas a MLP	0	0	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	
Ativos permanentes (4+5)	450,000	391,940	419,280	468,759	603,783	622,334	650,081	
Ativo líquido								
Corporativo	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	
Incorporativo	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	
Amortizações e reintegrações	0	65,000	130,000	195,000	260,000	325,000	390,000	
Imobilizado líquido	440,000	375,000	310,000	245,000	180,000	115,000	50,000	
Costo de manejo (6-7)	10,000	16,940	109,280	223,759	423,783	507,334	600,081	
Ativos cíclicos								
Margem de segurança	0	10,800	10,800	16,200	21,600	21,600	27,000	
Clientes C/C	0	42,000	42,000	63,000	84,000	48,000	45,000	
Clientes LR	0	36,000	36,000	54,000	72,000	180,000	315,000	
Existências	0	120,000	120,000	198,000	288,000	312,000	420,000	
Total	0	208,800	208,800	331,200	465,600	561,600	807,000	
Ativos cíclicos								
Fornecedores C/C	0	25,667	25,667	39,317	55,067	59,267	78,167	
Fornecedores LP	0	33,000	33,000	50,550	70,800	76,200	100,500	
SPE	0	2,852	2,852	2,648	1,628	(4)	(2,248)	
Empréstimos CP	0	60,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	
Accionistas	0	0	0	0	0	18,551	27,747	
PISL	0	0	0	0	0	24,734	36,996	
Total	0	121,518	91,518	122,514	157,494	208,748	271,161	
Costo de manejo necessário (9-10)	0	87,282	117,282	208,686	308,106	352,852	535,839	
Reserva (8-11)	10,000	(70,342)	(8,002)	15,073	115,677	154,481	64,242	
Margem de segurança	0	10,800	10,800	16,200	21,600	21,600	27,000	
Reserva final	10,000	(59,542)	2,798	31,273	137,277	176,081	91,242	

Conta de exploração e resultados

Ativos líquidos (VL)	0	720,000	720,000	1,080,000	1,440,000	1,440,000	1,800,000	1,
Produtos vendidos e consumidos	0	360,000	360,000	594,000	864,000	936,000	1,260,000	1,
Fornecimentos e serviços de terceiros	0	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	
Amortizações e reintegrações	0	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	
Pessoal e encargos	0	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	
Custos financeiros de funcionamento								
2.5.1. Empréstimos bancários	0	10,800	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	
2.5.2. Encargos comerciais	0	7,260	7,260	11,121	15,576	16,764	22,110	
Outros custos	0	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	
Total de custos	0	778,060	772,660	1,010,521	1,284,976	1,358,164	1,687,510	1,
Ativos de exploração (RE)	0	(58,060)	(52,660)	69,479	155,024	81,836	112,490	
Resultados (OR)	0	0	0	0	0	0	0	
Ativos antes CFF e PISL (RAJI)	0	(58,060)	(52,660)	69,479	155,024	81,836	112,490	
Custos financeiros de financiamento (CFF)	0	0	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	
Ativos antes impostos (RAI)	0	(58,060)	(72,660)	49,479	135,024	61,836	92,490	
Imposto para impostos sobre lucros (PISL)	0	0	0	0	0	24,734	36,996	
Ativos líquidos (RL)	0	(58,060)	(72,660)	49,479	135,024	37,102	55,494	
Endos (D)	0	0	0	0	0	18,551	27,747	
Ativos líquidos retidos (RLR)	0	(58,060)	(72,660)	49,479	135,024	18,551	27,747	
Financiamento (2.3 + 11)	0	6,940	(7,660)	114,479	200,024	83,551	92,747	

Mapa dos fluxos financeiros

ndas liquidas	0	720,000	720,000	1,080,000	1,440,000	1,440,000	1,800,000
riacao do credito concedido	0	78,000	0	39,000	39,000	72,000	132,000
cebimentos de exploracao (1-2)	0	542,000	720,000	1,041,000	1,401,000	1,368,000	1,668,000
stos totais	0	778,060	772,660	1,010,521	1,284,976	1,358,164	1,687,510
ortizacoes e reintegracoes	0	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000
riacao das existencias	0	120,000	0	78,000	90,000	24,000	108,000
spesas totais (4-5+6)	0	833,060	707,660	1,023,521	1,309,976	1,317,164	1,730,510
riacao do credito obtido	0	61,518	0	30,996	34,980	7,968	40,956
gamentos de exploracao (7-8)	0	771,542	707,660	992,525	1,274,116	1,309,196	1,689,554
souraria de exploracao (3-9)	0	(129,542)	12,340	48,475	126,004	58,804	(21,554)
cebimentos extra-exploracao	0	60,000	70,000	0	0	0	0
gamentos extra-exploracao	0	0	20,000	20,000	20,000	20,000	63,285
Accionistas	0	0	0	0	0	0	24,734
PISL	0	0	0	0	0	0	18,551
CPF	0	0	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
Investimento	0	0	0	0	0	0	0
souraria extra-exploracao (11-12)	0	60,000	50,000	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(63,285)
souraria global (10+13)	0	(69,542)	62,340	28,475	106,004	38,804	(84,839)
sponivel inicial	0	10,000	(59,542)	2,798	31,273	137,277	176,081
sponivel acumulado (14+15)	0	(59,542)	2,798	31,273	137,277	176,081	91,242

REPRITO E GRAU LEVERAGE

ivo total (AT)	450,000	513,458	510,798	591,273	761,277	831,081	921,242
ividamento (EMLP/CP)	0.00	0.00	0.31	0.27	0.20	0.19	0.18
das liquidas (VL)	0	720,000	720,000	1,080,000	1,440,000	1,440,000	1,800,000
tos variaveis totais (CV)	0	360,000	360,000	594,000	864,000	936,000	1,260,000
tos fixos totais (CF)	0	418,060	412,660	416,521	420,976	422,164	427,510
ultados de exploracao (RE)	0	(58,060)	(52,660)	69,479	155,024	81,836	112,490
iacao percentual das VL	0.00%	ERR	0.00%	50.00%	33.33%	0.00%	25.00%
iacao percentual dos RE	0.00%	ERR	-9.30%	-231.94%	123.12%	-47.21%	37.46%
u LEVERAGE	ERR	ERR	ERR	(5)	4	ERR	1
L teorico	0	(23,224)	(21,064)	27,792	62,010	32,734	44,996
DI	0	34,836	31,596	(41,687)	(93,014)	(49,102)	(67,494)
(RE/AT)	0.00%	-11.31%	-10.31%	11.75%	20.36%	9.85%	12.21%
	0	0	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
	0	(58,060)	(72,660)	49,479	135,024	61,836	92,490
	0	(23,224)	(29,064)	19,792	54,010	24,734	36,996
	0	(34,836)	(43,596)	29,687	81,014	37,102	55,494
P (RL/C'P)	0.00%	-8.89%	-13.65%	8.05%	16.08%	7.10%	10.09%
iacao percentual de RL	0	ERR	25	(168)	173	(54)	50
LEVERAGE financeiro	ERR	ERR	-2.70	0.72	1.40	1.15	1.32
onomia de impostos sobre CPF	0	0	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
apos impostos	0	0	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
to da divida antes Impostos (i)	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
to da divida apos impostos	0	0	0	0	0	0	0
LEVERAGE combinado	ERR	ERR	ERR	-3.36	5.19	ERR	1.98
TO LEVERAGE (RC'P-REA)	0.00%	-3.51%	-12.45%	1.67%	6.44%	1.99%	4.60%

4 - COMENTÁRIOS

4.1 - 1ª HIPÓTESE DE TRABALHO

a) No ano X a actividade não foi suficiente para suportar a estrutura de custos fixos, ainda que a margem bruta tivesse sido de 50%, registando-se um resultado líquido negativo (58.060 contos) e um valor quase nulo para o autofinanciamento (6.940 contos). Conjugado com as políticas de gestão seguidas ocasionaram uma tesouraria negativa (70.342 contos), muito embora o empréstimo de curto prazo obtido (60.000 contos). De referir que a tesouraria de exploração foi ainda mais negativa (129.542 contos).

b) Na hipótese 1 optou-se por reduzir a margem bruta (40%) para possibilitar o aumento das vendas líquidas (+50%), que não foi suficiente embora a tesouraria de exploração tenha melhorado (23.840 contos), agravando-se a tesouraria global (83.382 contos) devido ao valor negativo acumulado. Os resultados de exploração foram positivos (9.188 contos) e o autofinanciamento cresceu (74.188 contos).

c) Na hipótese 2 o nível da actividade cresceu para o dobro (+100%). Foi obtido um empréstimo bancário a médio e a longo prazos (100.000 contos), uma parte do qual se destinou a liquidar o empréstimo a curto prazo. Registaram-se, então, ele -

vados resultados líquidos (140.424 contos) e um bom nível de autofinanciamento (205.424 contos), o que permitiu equilibrar a tesouraria global (5.858 contos), com relevo especial para a tesouraria de exploração (45.400 contos). O custo do capital total cresceu (16,03%), sobretudo influenciado pelo custo do capital próprio (26,38%), cujo coeficiente corresponde à taxa de rendibilidade resultante do efeito de "leverage".

d) Nas hipóteses 3 e 4 continuou a expansão da actividade, sacrificando-se a margem bruta e alterando as políticas de gestão. O equilíbrio da tesouraria foi possível com o recurso ao endividamento. Os resultados líquidos e o valor do autofinanciamento mantiveram-se positivos.

O custo do capital decresceu ligeiramente e a rendibilidade do capital próprio continuou a ser garantida pelo efeito de "leverage".

e) Na hipótese 5 provocou-se um crescimento muito forte da actividade (+300%). A margem bruta (25%) foi reduzida, como apoio à estratégia de penetração rápida no mercado. Verificou-se, então, uma tesouraria de exploração muito negativa (180.267 contos), tendo sido equilibrada a tesouraria global recorrendo-se ao endividamento a médio e a longo prazos ($EMLP/C'P=0,66$) e ao aumento dos créditos obtidos dos fornecedores. Os resultados líquidos foram positivos (135.520 contos) e o valor do autofinanciamento de bom nível (200.520 contos).

O custo do capital total aumentou ligeiramente e a rendibilidade do capital próprio aproveitou do efeito de "leverage".

4.2 - 2ª HIPÓTESE DE TRABALHO

Na 1ª hipótese de trabalho as simulações efectuadas reporta - ram-se ao ano X, sem qualquer relação entre si. Pretendeu-se verificar os efeitos na tesouraria em consequência de diferen - tes políticas de crescimento da actividade, e analisar as me - didas e as consequências complementares indispensáveis para o reequilíbrio da tesouraria global.

Nesta 2ª hipótese de trabalho as simulações iniciaram-se no ano X e seguiram uma evolução sequencial, ao longo da qual se pro - vocou o crescimento acelerado da actividade e a diminuição da margem bruta, no pressuposto de ser este um caminho usualmente percorrido. Os efeitos reflectiram-se na tesouraria global, provocando o recurso ao endividamento, com consequências na estrutura financeira, no custo do capital total e na rendibi - lidade dos capitais próprios que aproveitou do efeito de "leverage".

V - CONCLUSÕES

1 - EXPERIÊNCIAS COLHIDAS DA ACTIVIDADE PROFISSIONAL

A própria escolha do tema OVERTRADING ressalta das análises, reflexões e do esforço para entender as grandes dificuldades de tesouraria da maior parte das empresas que conhecemos, no exercício da actividade profissional. Em regra, as que recorrem a estes serviços fazem-no quando estão em sérias dificuldades (*), em busca da terapêutica de recurso. Pretendem soluções rápidas para os enormes défices de tesouraria, recorrendo à obtenção de novos empréstimos e ao protelamento dos existentes, não só do capital como dos juros, por dificuldades derivadas da perda de credibilidade da empresa junto dos bancos.

Afastando as situações em que há desvios claros de fundos para investimentos que nada têm a ver com a actividade, temo-nos interrogado ao longo do tempo no sentido de saber, porque chegam as empresas à situação de ruptura financeira.

Uma análise profunda e o conhecimento particular do comportamento dos empresários dão-nos várias indicações, normalmente interligadas; destas ganha predominância, em muitos casos, a expansão acelerada da actividade, tida como condição-base para o crescimento global, para obter maior poder económico, financeiro e social das empresas e dos empresários.

As consequências anímicas, psicológicas e comportamentais sobre to-

(*) Seguem o aforismo popular dos enfermos, "só vão ao médico quando estão doentes", em vez de prevenir as doenças.

dos aqueles que vivem de perto as dificuldades financeiras são enormes, em termos de desgaste físico e psíquico, tendo lugar alterações orgânicas e funcionais profundas, relacionadas com a superação das dificuldades. Entretanto, na prática, as empresas ganham dimensão e obtêm maior capacidade negocial.

2 - CONTRIBUTOS PARA A GESTÃO

Aquando da escolha do tema pretendemos analisar as causas, os sintomas, as consequências e os efeitos do OVERTRADING na gestão empresarial e verificar se este fenómeno não poderia ser assumido numa estratégia de expansão da actividade com vista a conseguir, num espaço curto de tempo, uma maior dimensão económica e consequentemente maior poder.

Estamos em crer ter contribuído para uma melhor clarificação e sistematização e para um maior entendimento do papel relevante que o efeito OVERTRADING desempenha ou poderá desempenhar no desenvolvimento das empresas, embora com riscos elevados, em determinadas condições. Assim:

1. Um melhor conhecimento e interpretação do OVERTRADING enquanto fenómeno;
2. Uma perspectiva de conceito alargado em que a expansão da actividade é a causa próxima e a inflação e os investimentos de exploração e os investimentos extra-exploração são as causas distantes;
3. A aceitação dos riscos económico, financeiro e de gestão inerentes ao OVERTRADING como fazendo parte de uma estratégia de expansão da actividade e de crescimento das estruturas, dos activos e dos passivos para a obtenção de dimensão económica, maior capacidade financeira e maior

poder com vista ao desenvolvimento empresarial;

4. A apresentação do termo UNDERTRADING para caracterizar um fenómeno específico resultante da diminuição acelerada da actividade com efeitos relevantes na vida da empresa.

3 - SÚMULA

Resultante da análise desenvolvida ao longo do trabalho apresentamos, em epílogo, uma sistematização do tema. Assim:

a) - OVERTRADING na estratégia empresarial

O OVERTRADING tem como causas a expansão acelerada da actividade, a inflação, os investimentos de exploração e os investimentos extra-exploração, de que resulta um dos seguintes efeitos:

1. O desenvolvimento da empresa, em especial, devido à crescente dimensão económica e à maior capacidade financeira;
2. A estagnação e o enfraquecimento das estruturas derivados das dificuldades económicas e financeiras;
3. A ruptura económica e financeira.

Verificamos ser possível o desenvolvimento assumindo, numa perspectiva estratégica, o OVERTRADING.

b) - OVERTRADING e fluxos da tesouraria

Uma situação em OVERTRADING tem reflexos directos nos fluxos da tesouraria da empresa, implicando uma atenção especial para evitar os desajustamentos. São sintomas da situação as crises de liquidez crónicas derivadas da impossibilidade de renovar créditos bancários, do corte do crédito dos fornecedores e da aquisição de novas tecnologias

sem crédito; a tesouraria sistematicamente negativa; a concessão de maiores créditos aos clientes; as crescentes dívidas aos fornecedores, nomeadamente, pelo recurso às letras; e a redução da margem bruta da actividade. As consequências são as seguintes: atrasos nos pagamentos aos fornecedores; venda de activos por necessidade de dispor de dinheiro; recurso cada vez maior aos empréstimos a curto prazo; desadequação das fontes de financiamento com relevo para os empréstimos a curto prazo; utilização do "lease-back" para obtenção de disponibilidades; redução da solvibilidade da empresa; diminuição dos resultados da exploração; e redução da rendibilidade global.

c) Riscos estratégicos

Uma estratégia que contemple alguma das causas do fenómeno do OVERTRADING com vista ao desenvolvimento tem necessariamente de considerar os riscos económico, financeiro e de gestão como riscos estratégicos.

d) UNDERTRADING na estratégia empresarial

Para garantir o desenvolvimento da empresa a prazo, pode haver necessidade de provocar a diminuição acelerada da actividade da qual resulta, em regra, o efeito UNDERTRADING. Tal é devido ao facto de não ter lugar a correspondente redução da estrutura de custos fixos, e, do elevado nível dos passivos circulantes que ocasionam desajustamentos graves nos fluxos financeiros.

e) *Estratégia empresarial como resultado da liderança*

Uma estratégia de êxito tem de respeitar determinados requisitos dos quais é preponderante o papel desempenhado pela liderança na análise das alternativas, na decisão, na implementação e na assunção dos riscos derivados da estratégia escolhida. A liderança exercida depende de factores de natureza objectiva e de factores de natureza subjectiva, estes dependentes do comportamento, da capacidade de análise e interpretação dos factos, da energia de mobilização dos elementos da equipa e da noção dos limites quanto aos riscos e à oportunidade das decisões.

f) *Premiar a audácia*

O desenvolvimento, em regra, deriva de duas linhas de orientação distintas: de uma estratégia cautelosa em que são ponderados todos os factores que se pode dispor, com o recurso à aplicação das técnicas conhecidas, minimizando os riscos económico, financeiro e de gestão, obtendo índices de rendibilidade convenientes para garantir o desenvolvimento; ou de uma estratégia de riscos elevados recorrendo também à aplicação das técnicas conhecidas mas assumindo maiores riscos estratégicos aos quais se associam melhores índices de rendibilidade que permitem um desenvolvimento mais rápido. Neste caso é premiada a audácia.

OBSERVAÇÕES FINAIS

1. - O estudo dos efeitos e consequências do fenómeno do OVERTRADING é muito importante para a compreensão e explicação do desenvolvimento empresarial, necessitando de um tratamento teórico mais exaustivo e de uma verificação experimental, pela sua complexidade;
2. - Outras poderiam ter sido as simulações ensaiadas, partindo de diferentes modelos base, tendo em conta os sectores de actividade e as estruturas empresariais típicas. É este um trabalho necessário e conveniente prosseguir;
3. - A melhor experimentação do fenómeno do OVERTRADING reside na análise das empresas. No entanto, há cuidados a ter previamente no acompanhamento, ao longo do tempo, do desenvolvimento das empresas que adoptem estratégias no âmbito do OVERTRADING;
4. - O UNDERTRADING é um termo novo que identifica um fenómeno cujos efeitos e consequências são do maior interesse estudar e verificar experimentalmente.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

- ACCOUNTANCY, Credit Management, April, 1984.
- ADAM, J.H., Dictionary of Business English, Longman, 1982.
- ALMEIDA, Luiz Chaves de, OVERTRADING, em "Jornal de Contabilidade", nº 129, Dezembro, 1987.
- ARGENTI, John, Corporate Planning and Corporate Collapse, Long Range Planning, December, 1976.
- ANSOFF, H. Igor, Estratégia Empresarial, São Paulo, Mc Graw Hill, 1979.
- ARCHER, Stephen H. e D'AMBROSIO, Charles A., Administração Financeira: Teoria e Aplicações, São Paulo, Atlas, 1976.
- B.C.G, Perspectives sur la stratégie de l'entreprise, Hommes et Techniques, 1970.
Les mécanismes fondamentaux de la compétitivité, Hommes et Techniques, 1980.
- BENNIS, Warren e NANUS, Burt, Líderes, São Paulo, Harbra, 1988.
- CAMPOS, Eduardo Bueno, Dirección Estratégica de la Empresa: Metodología, Técnicas y Casos, Madrid, Ediciones Pirámide, 1987.
- CAMPOS, Eduardo Bueno, ROCHE, Ignacio Cruz e HERRERA, Juan José Duran, Economía de la Empresa, 6ª ed., Madrid, Ediciones Pirámide, 1984.
- CHARREAUX, Gérard, Gestion Financière, Paris, Litec, 1986.
- CHEVALIER, Michel e JACQUILAT, Bertrand, Princípios e Técnicas de Gestão, Lisboa, Pórtico, 1982.
- COHEN, Gérard Simon, Os Novos Samurais, Lisboa, Dom Quixote, 1984.

- CONSO, Pierre, A Gestão Financeira das Empresas, Porto, Rés Editora, 1979.
- CONSO, P. e LAVAUD, R., Fonds de Roulement et Politique Financiere, Paris, nod, 1976.
- DICIONÁRIO Enciclopédico Luso-Brasileiro, Porto, Lello Universal, 1986.
- DICIONÁRIO de Português, Porto Editora, 4ª edição.
- DRUCKER, Peter F., Inovação e Gestão, Lisboa, Presença, 1986.
- DRUCKER, Peter, Management, Harper e Row, New York, 1972.
- FERREIRA, Maria Leonor R.C. Fernandes, Avaliação de Empresas, Lisboa, edição do autor, 1988.
- FERREIRA, Rogério Fernandes, Lições de Gestão Financeira, vol. I e II, Coimbra, Livraria Arnado, 1985.
- GENEEN, Harold e MOSCOW, Alvin, Alta Dirección, Barcelona, Grijalbo, 1986.
- GLUECK, William F. and JAUCH, Lawrence R., Business Policy and Strategic Management, 4th ed., Mc Graw Hill, 1984.
- GODET, Michel, Méthode des Scénarios, Futuribles, Paris.
- HELLER, Robert, Os Super Gestores, Lisboa, Presença, 1986.
- HELLER, Robert, Os Novos Gestores, Lisboa, Presença, 1988.
- IACOCCA, Lee e NOVAK, William, IACOCCA: autobiografia de um triunfador, Barcelona, Grijalbo, 1985.
- KALLMANN, Ed, The Fifteen Greatest Mistakes Office Products Dealers Make, Financial Management, March, 1979.
- KOONTZ, Harold e O'DONNEL, Cyril, Princípios de Administração, 12ª ed., vol. I e II, São Paulo, Pioneira, 1978.
- LACRAMPE, S. et CAUSSE, G., Métodos de Gestão da Tesouraria, Porto, Rés Editora, 1982.

- LEVITT, Theodore, After the Sale is Over ..., Harvard Business Review, September-October, 1983.
- MAQUIAVEL, Nicolau, O Príncipe, Lisboa, Europa-América, 1976.
- MARQUES, Manuel de Oliveira, The Formulation of a Strategy for Short-Term Financial Decision-Making: A Goal Programming Approach with a Piecewise-Linear Objective Function, Glasgow, edição do autor, 1984.
- MARQUES, Manuel Pedroso, Relações de Poder na Empresa, Lisboa, Europa-América.
- MENEZES, H. Caldeira, Princípios de Gestão Financeira, Lisboa, Presença, 1987.
- MEUNIER, Henri; BAROLET, François de, BOULMER, Pierre, La Trésorerie des Entreprises, Paris, Dunod, 1975.
- MORITA, Akio, REINGOLD, Edwin M. e SHIMOMURA, Mitsuko, AKIO MORITA: A Carreira de um Super Gestor, Lisboa, Presença, 1987.
- NAISBITT, John e ABURDENE, Patricia, Reinventar a Empresa, Lisboa, Presença, 1987.
- NEVES, Júlio H., EP'S NÃO FINANCEIRAS: Algumas Notas Sobre, em "Informação IPE", nº 4, Julho-Agosto, 1985.
- NEWMAN, William H. e WARREN, E. Kirby, Administração Avançada, São Paulo, Atlas, 1980.
- OUCHI, William, Teoria Z: como as empresas podem enfrentar o desafio japonês, 10ª ed., São Paulo, Nobel, 1985.
- PASCALE, Richard Tanner e ATHOS, Anthony G., As Artes Gerenciais Japonesas, 3ª ed., Rio de Janeiro, Editora Record, 1982.
- PETERS, Tom e AUSTIN, Nancy, Pasión por la Excelência, Barcelona, Ediciones Folio, 1986.
- MELLO, Carlos, Análise de Balanços, Lisboa, Edições Ática, 1975.

- PETERS, Thomas J. e WATERMAN, Jr., Robert H., In Search of Excellence (Na Senda da Excelência), 2ª ed., Lisboa, Dom Quixote, 1987.
- RAPPAPORT, Alfred, Measuring Company Growth Capacity During Inflation, Harvard Business Review, January-February, 1979.
- SALLENAVE, Jean-Paul, Direction Générale et Stratégie d'Entreprise, Paris, Les Editions d'Organisation, 1984.
- SAMPSON, Anthony, ITT: O Estado Soberano, Lisboa, Europa-América, 1975.
- SANTOS, Arlindo F., Análise Financeira: Conceitos, Técnicas e Aplicações, Lisboa, INIEF, 1981.
- SENETERRE, Alain, Inflação e Gestão, Porto, Rés Editora, 1982.
- SILVA, José Maria Rodrigues da, O Homem e o Poder, Lisboa, Bertrand, 1988.
- SLOAN, Jr. Alfred P., Mis Años en la General Motors, Pamplona, Universidad de Navarra, 1979.
- TAPIE, Bernard, Ganhar, Lisboa, Europa-América, 1986.
- TREGOE, Benjamin B. e ZIMMERMANN, John W., A Estratégia da Alta Gerência, Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1982.
- WESTON, J. Fred and BRIGHAM, Eugene, F., Managerial Finance, 6th ed., Illinois, Holt-Saunders International Editions, 1977.
- WILLIAMS, Bob, Plain and Simple Trading Terms Reap Dividends, Accountancy, nº 1088, April, 1984.
- YOUNG, David W., Nonprofits Need Surplus Too, Harvard Business Review, January-February, 1982.
- ZALESNIK, Abraham e DE VRIES, Manfred F.R. Kets, O Poder da Mente Empresarial, São Paulo, Pioneira, 1981.
- ZDANOWICZ, José Eduardo, LEASING: Arrendamento Mercantil, D.C. Luzzatto Editores, Porto Alegre, 1985.

SIGLAS UTILIZADAS

C	- Taxa de crescimento
CA	- Capitais alheios
CF	- Custos fixos
CFF	- custos financeiros de financiamento
CI	- Capitais investidos
CMP	- Custo médio ponderado (custo do capital)
CP	- Capitais permanentes
C'P	- Capitais próprios
Cmg	- Custo marginal
CT	- Custo total
CV	- Custos variáveis
Cv	- Custo variável unitário
CVR	- Custo, volume e resultados
D	- Disponibilidades
Do	- Dividendos
EAT	- Elementos activos de tesouraria
E c/p	- Empréstimos de curto prazo
EEA	- Extra-exploração activos
EEP	- Extra-exploração passivos
EFA	- Efeito financeiro alavanca
EMLP	- Empréstimos a médio e longo prazos
EPT	- Elementos passivos de tesouraria
ET	- Endividamento total
FM	- Fundo de maneo
FMN	- Fundo de maneo necessário
FMNFE	- Fundo de maneo necessário fora de exploração

FMNT	- Fundo de maneo necessário total
g	- Taxa de crescimento das acções
GCA	- Grau combinado de alavanca
GEA	- Grau económico de alavanca
GFA	- Grau financeiro de alavanca
i	- Custo da dívida
i^*	- Custo da dívida após fiscalidade
i'	- Custo dos empréstimos a médio e longo prazo
ITL	- Imobilizado total líquido
I&D	- Investigação e desenvolvimento
j	- Custo do capital próprio
k_e	- Custo do capital próprio
k_i	- Custo do exigível total
k_o	- Custo do capital global
MLBT	- Meios libertos brutos totais
MLL	- Meios libertos líquidos
MLLR	- Meios libertos líquidos retidos
MLLT	- Meios libertos líquidos totais
MT	- Margem total
NC	- Necessidades cíclicas
p	- Preço de venda
P_o	- Valor das acções
PISL	- Provisão para impostos sobre lucros
Q	- Quantidade
r	- Coeficiente de retenção de resultados líquidos
RAE	- Rendibilidade do activo de exploração
RAI	- Resultados antes de impostos
RAJI	- Resultados antes de juros e impostos
RAT	- Rendibilidade do activo total

- RC - Recursos cíclicos
- RC'P - Rendibilidade dos capitais próprios
- RE - Resultados de exploração
- Rea - Rendibilidade de exploração ou económica
- RL - Resultados líquidos
- SPE - Sector público estatal
- t - Taxa de impostos sobre lucros
- T - Tesouraria
- T(a) - Tesouraria activa
- T(p) - Tesouraria passiva
- VAB - Valor acrescentado bruto
- VE - Valor da empresa
- VL - Vendas líquidas
- α - Coeficiente de não absorção
- $G(Rea)$ - Variância da rendibilidade de exploração
- λ - Nível de endividamento

INDICE DE QUADROS

Págs.

QUADRO I.2.1 - Expressões-chave	15
QUADRO II.2.1 - Efeito e grau LEVERAGE	93
QUADRO II.2.2 - Efeito do endividamento sobre a taxa de retenção de resultados	94
QUADRO II.3.1 - Endividamento-custo do capital próprio ..	109
QUADRO II.3.2 - Endividamento-custo do capital global ...	110

INDICE DE FIGURAS

Págs.

FIGURA 1.1.1 - Ciclo de vida da empresa	12
FIGURA 1.2.1 - Situações de défices de tesouraria	17
FIGURA 1.2.2 - Diagrama de situações de OVERTRADING ...	18
FIGURA II.1.2 - Situações de tesouraria	30
FIGURA II.1.3 - Disponibilidades e tesouraria nula	32
FIGURA II.1.4 - Disponibilidades e tesouraria positiva .	32
FIGURA II.1.5 - Disponibilidades e tesouraria negativa .	33
FIGURA II.1.6 - Actividade extra-exploração e elementos de tesouraria	38
FIGURA II.1.7 - Equilíbrio estrutural com elementos extra-exploração	51
FIGURA II.1.8 - Equilíbrio estrutural com elementos activos e passivos de tesouraria	52
FIGURA II.2.1 - Evolução dos custos fixos em cascata ...	60
FIGURA II.2.2 - Ponto de equilíbrio e leis dos rendimentos crescentes e decrescentes .	61
FIGURA II.2.3 - Ponto de equilíbrio	63
FIGURA II.2.4 - Ponto de equilíbrio (coeficiente de absorção (X))	64
FIGURA II.2.5 - Representação de caso práctico	65
FIGURA II.2.6 - Coeficientes de absorção	66
FIGURA II.2.7 - Efeitos da inflação	79
FIGURA II.2.8 - Isoquantas de crescimento	95
FIGURA II.3.1 - Estrutura financeira	97
FIGURA II.3.2 - Ponto de indiferença da rendibilidade dos capitais próprios	102

FIGURA 11.3.3 - Custo do capital	107
FIGURA 11.3.4 - Representação de caso prático - Sit.1 .. (custo do capital)	109
FIGURA 11.3.5 - Representação de caso prático - Sit.2 .. (custo do capital)	110
FIGURA 11.3.6 - Custo do capital com factores de incerteza	111

ÍNDICE SISTEMÁTICO

	Págs.
PROÊMIO	3
PLANO DA DISSERTAÇÃO	5
I. EFEITO OVERTRADING	
1. INTRODUÇÃO	6
2. DEFINIÇÃO	14
3. SINTOMAS E CONSEQUÊNCIAS	19
II. FACTORES ECONÓMICO-FINANCEIROS E REQUISITOS DE GESTÃO	
1. TESOURARIA E LIQUIDEZ	25
1.1 Conceitos	25
1.2 Políticas de Gestão	40
1.3 Relação Fundamental da Tesouraria	46
2. EFEITOS SOBRE A TESOURARIA	
2.1. Rendibilidade	53
2.2. Inflação	73
2.3. LEVERAGE	81
2.3.1. Introdução	81
2.3.2. LEVERAGE económico, financeiro e combinado ...	82
2.3.3. Os riscos	91
3. ESTRUTURAS FINANCEIRAS	
3.1. Introdução	94
3.2. Estrutura de capitais permanentes	98
3.3. Custo do capital	103

4. GESTÃO EMPRESARIAL

4.1. Introdução	114
4.2. Requisitos para uma gestão de êxito	117
4.3. Estratégia e liderança	120
4.4. Desenvolvimento	127

III. OVERTRADING E DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL

1. INTRODUÇÃO	130
2. CRESCIMENTO COMO OPÇÃO ESTRATÉGICA	134
3. A GESTÃO DA EXPANSÃO	139
4. UNDERTRADING	144

IV. UMA APLICAÇÃO SIMULADA

1. INTRODUÇÃO	146
2. AS CONDIÇÕES DO MODELO	148
3. AS HIPÓTESES DE TRABALHO	151
3.1. 1ª hipótese	151
3.2. 2ª hipótese	152
4. COMENTÁRIOS	160

V. CONCLUSÕES

1. EXPERIÊNCIAS COLHIDAS DA ACTIVIDADE PROFISSIONAL ..	163
2. CONTRIBUTOS PARA A GESTÃO	165
3. SÚMULA	167
a) OVERTRADING na estratégia empresarial	167
b) OVERTRADING e os fluxos da tesouraria	167
c) Riscos estratégicos	168

d) UNDERTRANDIG na estratégia empresarial	168
e) Estratégia empresarial como resultado da liderança	169
f) Premiar a audácia	169
OBSERVAÇÕES FINAIS	170
BIBLIOGRAFIA CONSULTADA	171
SIGLAS UTILIZADAS	175
INDICE DE QUADROS	178
INDICE DE FIGURAS	179
INDICE SISTEMÁTICO	181