

FINANZAS

## AS FONTES DE FINANCIAMENTO E A CRIAÇÃO DE VALOR FINANCEIRO

Nuno Teixeira  
nuno.teixeira@esce.ips.pt

### RESUMO

O presente estudo analisa o impacto das fontes de financiamento no desempenho financeiro, identificando se a escolha de capitais próprios ou alheios condiciona a capacidade de criação de valor financeiro. Através da realização de dois estudos de caso, onde se analisaram os relatórios e contas consolidadas de 2007 a 2014 de duas empresas do setor das tecnologias de informação com diferentes estruturas financeiras, verificou-se que durante o período analisado o seu desempenho não foi o melhor, tendo existido destruição de valor. Para além disso, confirmou-se que as estruturas financeiras tinham condicionado negativamente o custo do capital, pois nem sempre as empresas utilizaram as fontes de financiamento adequadas à criação de valor. Por último, evidenciou-se que a decisão de financiamento deve ter, também, em consideração o modelo aditivo da rendibilidade dos capitais próprios porque este baseia-se na rendibilidade efetivamente criada enquanto o método do custo médio ponderado assenta na rendibilidade esperada.

**PALAVRAS-CHAVE:** Criação de valor financeiro, Custo do capital, Estrutura Financeira

### ABSTRACT

The present study analyzes the impact of funding sources on financial performance, identifying whether the choice of equity or debt influence the ability to create financial value. Through two case studies, which analyzed the consolidated reports and accounts from 2007 to 2014 of two information technology companies with different financial structures, it was verified that during the analyzed period their performance was not the best, because there has been destruction of value. In addition, it was confirmed that financial structures had negatively constrained the cost of capital, as companies did not always use the appropriate funding sources for value creation. Finally, it was pointed out that the financing decision should also take into account the additive model of return on equity because it is based on the profitability actually created while the weighted average cost method is based on the expected profitability.

**KEY WORDS:** Financial value creation, Cost of capital, Financial structure

### INTRODUÇÃO

A criação de valor financeiro é considerada como um dos objetivos principais das empresas. Nesse sentido, a escolha das fontes de financiamento condiciona a capacidade dos negócios para rentabilizar a atividade de acordo com as expectativas dos investidores e, por isso, é um tema importante e atual no âmbito da investigação na teoria financeira.

Assim, o objetivo deste estudo é perceber o impacto das fontes de financiamentos na criação de valor financeiro para os investidores. Como metodologia de investigação, utilizou-se o estudo de caso, tendo sido analisados os relatórios e contas consolidadas dos exercícios de 2007 a 2014 de duas empresas do setor das tecnologias de informação com estruturas financeiras diferentes. As empresas foram selecionadas, em virtude de pertencerem a um dos setores de atividade que mais contribui para as exportações de Portugal de elevado valor acrescentado e, porque se encontram cotadas na bolsa de valores de Lisboa, estando, por isso, os relatórios e contas disponíveis no site da CMVM.

O trabalho, é composto por duas partes principais: o enquadramento teórico e o estudo empírico. No enquadramento teórico, para além de se terem debatido e desenvolvido alguns conceitos associados à avaliação da criação de valor financeiro, foram estudados diferentes indicadores que pretendem medir a capacidade dos negócios para gerarem excedentes superiores à remuneração pretendida pelos investidores, bem como as principais teorias sobre o custo das diferentes fontes de financiamento. No estudo empírico são descritos, mais em pormenor, os objetivos e a metodologia de investigação e é realizada uma apresentação das duas empresas a estudar. De seguida, é efetuada relativamente a cada uma delas, a caracterização da evolução económica e financeira, a avaliação da capacidade de criação de valor financeiro e a análise do respetivo impacto das estruturas financeiras selecionadas ao longo do tempo.

## **PARTE I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO**

### **1. AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO FINANCEIRO**

Segundo Teixeira e Amaro (2013), tradicionalmente o conceito de desempenho financeiro está relacionado com a informação contabilística proveniente das demonstrações financeiras, como é o caso do Balanço, da Demonstração de Resultados e da Demonstração de Fluxos de Caixa. Para além disso, os mesmos autores, referem ainda que, o desempenho financeiro resume o impacto das decisões tomadas no âmbito da atividade, ao nível da capacidade para gerar resultados, criar rentabilidade face aos investimentos realizados, da situação de tesouraria da empresa e da sua sustentabilidade financeira ao longo do tempo.

Assim, a avaliação do desempenho financeiro nas entidades com fins lucrativos é uma das perspetivas mais importantes na avaliação do seu desempenho, uma vez que sintetiza o impacto de todas as decisões de gestão na capacidade de criação de valor.

Contudo, de acordo com Neves (2011), nota-se atualmente uma preocupação cada vez maior com a criação de valor em detrimento da simples análise dos lucros, ou seja, é cada vez mais consensual, a ideia de que os resultados só são benéficos para a prosperidade e perpetuidade de uma organização, se os mesmos conseguirem remunerar o capital investido total, havendo criação de valor se superarem o custo do investimento feito na organização.

Hoje em dia, existe um conjunto diversificado de perspetivas para a avaliação de desempenho financeiro, não havendo, contudo, unanimidade quanto aos indicadores a utilizar. Assim, os diferentes indicadores da avaliação do desempenho financeiro, na ótica da criação de valor, podem ser organizados de acordo com as seguintes perspetivas (Teixeira e Amaro, 2013):

- Resultados contabilísticos;
- Rentabilidade;
- Fluxos de caixa.

### **2. A AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO FINANCEIRO ATRAVÉS DA LÓGICA DA CRIAÇÃO DE VALOR**

A avaliação da criação de valor pode ser feita dividindo os indicadores em três grupos distintos, sendo estes, de resultados, de rentabilidade e de fluxos de caixa (Teixeira *et al*, 2012). Começando pelos indicadores de resultados, têm em consideração os resultados criados na atividade face ao custo associado ao investimento necessário. Fazem parte destes indicadores o *Economic Value Added* (EVA) e o *Cash Value Added* (CVA), que tentam medir a capacidade das empresas para gerarem lucros supranormais.

O EVA é uma medida de avaliação do desempenho financeiro da empresa, que procura medir o valor criado pela gestão. Esse valor é criado sempre que o negócio consiga gerar um resultado superior ao custo do capital. É determinado pela diferença entre os resultados operacionais líquidos de imposto (ROLI) e o montante de resultados exigidos pelos proprietários e pelos credores (Neves, 2012).

$$\text{EVA} = \text{ROLI} - \text{investimento} \times \text{custo do capital}$$

O CVA é um indicador que permite avaliar o desempenho financeiro de uma organização, tentando combinar as vantagens das medidas baseadas nos lucros supranormais com o conceito de fluxos de caixa (Young e O'Byrne, 2001). Segundo Neves (2012) a fórmula de cálculo do CVA é idêntica à do EVA, a diferença reside na substituição dos Resultados Operacionais Líquidos de Imposto (ROLI) pelos Meios Operacionais Líquidos de Impostos (MOLI – resultados operacionais líquidos de impostos acrescidos dos custos não desembolsáveis). De salientar que, este indicador inclui os custos não desembolsáveis como resultados do período, uma vez que, representam custos aceites fiscalmente, mas que não exigem qualquer saída monetária da empresa, o que significa que são rendimentos que contribuem para a criação de autofinanciamento que devem ser considerados na capacidade de libertação de excedentes do negócio.

$$\begin{aligned} \text{CVA} &= \text{MOLI} - \text{investimento} \times \text{custo do capital} \\ &\text{ou} \\ \text{CVA} &= \text{EVA} + \text{custos não desembolsáveis} - \text{investimento} \times \text{custo do capital} \end{aligned}$$

No que diz respeito, aos indicadores de criação de valor com base na rentabilidade destacam-se a Rentabilidade Supranormal (RS) e o *Cash Flow Return On Investment* (CFROI). A RS tem por base a comparação da rentabilidade gerada com o custo do capital do investimento realizado, partindo na prática, dos mesmos princípios que o EVA (Teixeira, 2008). A rentabilidade gerada é representada pelo ROI, uma vez que observa a relação entre os resultados criados pela atividade com o investimento necessário.

$$\text{RS} = (\text{ROI} - \text{custo do capital}) \times \text{investimento}$$

Deste modo, através da análise da fórmula, pode-se concluir que existe criação de valor se a rentabilidade criada for superior ao custo do capital. Esta margem obtida, multiplicada pelo montante do investimento evidencia-nos a capacidade de criação de valor em unidades monetárias, devendo ter um resultado idêntico ao EVA (Teixeira, 2013).

Quanto ao CFROI, surgiu como alternativa ao ROI e foi criado pela CSFB-Holt Value Associats (Neves, 2011). Porém, é o indicador mais difícil de operacionalizar e tem como objetivo a determinação de uma taxa interna de rentabilidade (TIR) que tem em consideração o valor atual do investimento (ativos não correntes e necessidades de fundo de maneio existentes, associados ao negócio), a vida útil deste e os meios libertos operacionais líquidos de impostos gerados no ano, sendo estes tidos como referência para os exercícios seguintes. Para além destes procedimentos os valores deverão ser calculados a preços correntes e no último ano considera-se o valor residual dos ativos existentes para determinação da TIR do período de tempo analisado (Neves, 2012). Na prática a fórmula de cálculo é a seguinte:

$$\text{CFROI} = - \text{AEPC} + \frac{\text{MLOLIPC}}{1 + \text{TIR}} + \dots + \frac{\text{MLOLIPC}}{(1 + \text{TIR})^n} + \frac{\text{VR}}{(1 + \text{TIR})^n}$$

Legenda:

AEPC – Ativo económico a preços correntes; MLOLIPC – Meios libertos operacionais líquidos de impostos a preços correntes; VR – Valor residual

Deste modo, pretende verificar a rentabilidade que os investimentos poderiam proporcionar, tendo em consideração a capacidade atual da atividade para gerar excedentes financeiros ao longo da vida esperada dos ativos existentes. No que diz respeito, aos fluxos de caixa são um poderoso instrumento de planeamento e controlo financeiro, uma vez que permitem aos investidores observarem a real capacidade dos negócios para criarem *cash-flows* nos períodos e não são influenciados por critérios de registos contabilísticos, como são os casos de amortizações e depreciações e imparidades, que influenciam o nível de excedentes criados, quando estes são medidos através dos resultados ou dos meios libertos. Deste modo, permitem uma visão clara sobre a situação de tesouraria das empresas, representando os fluxos monetários reais de um investimento ou organização e são calculados pela diferença entre todas as entradas e saídas de fundos.

O Fluxo de Caixa Operacional (FCO) ilustra o excedente gerado pelo negócio de uma organização após cobrir os investimentos em ativos não correntes e as necessidades de fundo de maneio, necessárias para o seu funcionamento, sem ter em consideração a forma de financiamento selecionada (Neves, 2012). Sendo assim, o FCO é determinado da seguinte forma:

$$\text{FCO} = \text{RO} \times (1 - t) + A + P - \Delta\text{NFM} - I$$

Legenda:

RO – Resultado Operacional; t – Taxa de imposto; A – Amortizações e depreciações e do exercício; P – Provisões e imparidades do exercício;  $\Delta\text{NFM}$  – Variação das necessidades de fundo de maneio de exploração; I – Investimento em capital fixo (exploração)

Finalmente, para se medir a capacidade de criação de valor, é essencial ter em conta o custo do capital investido, isto é, a remuneração exigida pelos investidores. Assim, Neves (2011) recomenda a utilização dos indicadores Valor Económico Criado (VEC) e Taxa Interna de Rendibilidade Efetiva (TIRE), que são indicadores baseados nos fluxos de caixa históricos. O seu cálculo baseia-se na capitalização dos diversos fluxos de caixa operacionais para o final do último ano em análise, verificando a rendibilidade gerada ao longo da implementação dos investimentos que anteriormente foram projetados.

O VEC e TIRE podem ser calculados da seguinte forma:

$$\text{VEC} = \text{FCO}_1 \times (1 + \text{custo capital})^{(n-1)} + \text{FCO}_2 \times (1 + \text{custo capital})^{(n-2)} + \dots + \text{FCO}_n$$

$$0 = \text{FCO}_1 \times (1 + \text{TIRE})^{(n-1)} + \text{FCO}_2 \times (1 + \text{TIRE})^{(n-2)} + \dots + \text{FCO}_n$$

Concluindo, pode-se verificar que todos os indicadores de criação de valor, embora partindo de bases diferentes (resultados, rendibilidade e fluxos de caixa), têm sempre o objetivo de verificar se o negócio foi capaz de gerar uma remuneração superior ao custo do capital exigido pelos diferentes investidores, proprietários e instituições financeiras. Nesse sentido, irá ser abordado de seguida o conceito do custo do capital.

O conceito de "custo de capital" é normalmente associado ao retorno que determinado investimento deve proporcionar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores, tendo em conta o risco do negócio. Em particular, ao nível das empresas, o conceito de custo do capital prende-se com as decisões dos investidores sobre os ativos em que investir e a forma como os financiar, tendo presente a maximização do valor da organização (Neves, 2002).

A atividade das empresas pode ser essencialmente financiada através de capitais alheios e de capitais próprios, estando associado a ambos um custo específico, que varia em função do risco incorrido pelos diferentes investidores (normalmente os proprietários exigem uma remuneração superior, em virtude de, para além de terem uma maior preocupação com a gestão do negócio, no caso de falência da empresa só têm acesso ao património existente após serem cumpridas as obrigações com terceiros). É com base nesta ideia, de que existem custos diferentes para as várias fontes de financiamento, que surgiu o conceito de custo médio ponderado do capital, mais conhecido pela sua designação em inglês, o WACC - *weight average cost of capital*. A sua fórmula de cálculo é a seguinte (Teixeira, 2008):

$$\text{WACC} = (\text{CP} / A) \times \text{Ke} + (\text{P} / A) \times \text{Kd} \times (1 - t)$$

Legenda:

CP-» Capital Próprio; A-» Ativo Líquido; Ke-» Custo do Capital Próprio; P-» Passivo; Kd-» Custo do Capital Alheio; t-» Taxa efetiva de imposto sobre o rendimento.

O WACC é constituído pela soma dos custos dos capitais próprios e dos passivos, devidamente ponderados pelo seu peso no financiamento do ativo líquido. Deste modo, pretende-se que os gestores tenham em atenção as fontes de financiamento mais baratas, tornando menor o custo do capital necessário para financiar a atividade. Assim, ao

diminuírem o valor do WACC contribuem igualmente para a criação de valor, porque reduzem o custo do investimento e em simultâneo aumentam o valor dos excedentes financeiros criados (Teixeira *et al.* 2012).

Quanto ao custo das fontes de financiamento alheias remuneradas, é apurado frequentemente pelas taxas de juro contratadas junto das instituições financeiras, ou através da relação entre os gastos financeiros do período e o passivo remunerado no final do exercício anterior (Neves, 2012). No que diz respeito ao custo do capital próprio, no caso das empresas cotadas em bolsa, é representado pela rentabilidade esperada, determinada através do *Capital Asset Price Model* (CAPM) que mede a remuneração a exigir pelos proprietários tendo por base a rentabilidade do mercado e o risco associado aos títulos; nos outros casos, poderá ser calculado, tendo por referência a rentabilidade média dos capitais próprios do setor de atividade ou, pela adição de um prémio de risco ao custo de financiamento bancário da empresa (Neves, 2012).

### 3. AS FONTES DE FINANCIAMENTO E A CRIAÇÃO DE VALOR

As empresas em geral atuam com o propósito de maximizar a criação de valor e, conseqüentemente, a riqueza para os proprietários. Neste contexto, a estrutura de capitais torna-se relevante na medida, em que as empresas se defrontam com a problemática da escolha da fonte de financiamento que melhor se adequa em termos de custos, maturidades e montantes, relativamente às necessidades financeiras da atividade.

De acordo com Rocha *et al.* (2007) a decisão da estrutura de capitais está consubstanciada na conjugação de várias combinações de fontes de financiamento à disposição da empresa, desde lucros retidos, emissão de novas ações, empréstimos bancários, leasings, empréstimos obrigacionistas, apoios estatais, entre outras possibilidades. Contudo, de uma maneira geral, as fontes de financiamento disponíveis podem ser subdivididas em capitais próprios ou capitais alheios, devendo a sua escolha ter em atenção as suas características específicas e a forma como podem minimizar o custo do capital investido e, nesse sentido, contribuir para a otimização da criação de valor.

Modigliani e Miller (1958), foram os primeiros investigadores a referirem-se de forma sistemática à importância da decisão de financiamento para a criação de valor financeiro, tendo desenvolvido a teoria da “estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento”.

Nesse primeiro trabalho, Modigliani e Miller, começaram por defender a irrelevância da estrutura financeira. Assim, a estrutura de capitais era irrelevante para o valor da empresa visto que, em mercados financeiros com funcionamento perfeito, aplicações que gerassem ganhos semelhantes deveriam apresentar custos iguais. A título de exemplo, os resultados a obter em obrigações e em ações de uma determinada empresa deveriam ser os mesmos. Nesse sentido, a criação de valor estaria somente associada à capacidade dos investimentos gerarem ganhos. Com base neste pressuposto definiram duas proposições:

- Proposição I: O valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital;
- Proposição II: a taxa esperada de remuneração das ações de uma empresa endividada aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento (Passivo/Capitais Próprios).

A proposição II de Modigliani e Miller nasce do facto de que os investigadores observaram que embora o valor criado pelos capitais próprios e alheios fosse idêntico, o recurso à dívida permitia diminuir o investimento para os proprietários e, assim, ao comparar-se os resultados obtidos por cada unidade de capital investida, a rentabilidade gerada era superior.

Nesse sentido, na proposição II, os investigadores defendem que a rentabilidade esperada dos ativos, é resultado da média ponderada das rentabilidades esperadas das fontes de financiamento selecionadas.

$$\text{Rendibilidade esperada dos Ativos} = (P/\text{Ativos}) \times R_d + (CP/\text{Ativos}) \times R_e$$

Sendo:

$R_d$  = Rendibilidade esperada da dívida

$R_e$  = Rendibilidade esperada do Capital Próprio

$P$  = Passivo

$CP$  = Capitais Próprios

Ao desenvolverem a equação, determinaram uma nova fórmula que ficou conhecida pelo denominado “efeito de alavanca financeiro”.

$$\text{Rendibilidade esperada dos CP} = R_a + (R_a - R_d) \times \text{Passivo} / CP$$

Sendo:

$R_a$  = Rendibilidade esperada do activo

$R_d$  = Rendibilidade esperada da dívida

$CP$  = Capital Próprio

$P$  = Passivo

O efeito de alavanca financeiro reside no facto de que se  $R_a > R_d$ , ou seja, se a rendibilidade da atividade for superior aos custos financeiros exigidos, a rendibilidade dos capitais próprios incrementa proporcionalmente ao endividamento negociado, representado pelo rácio da estrutura de capitais (passivo sobre capitais próprios).

Deste modo, pode-se deduzir que, se os mercados tiverem um funcionamento perfeito, a seleção das fontes de financiamento não tem impacto nos resultados obtidos nem no valor da empresa. Contudo, ao optar-se pelo endividamento em prol de capitais próprios, permite-se que os investidores obtenham um maior ganho por unidade monetária investida, o que lhes proporciona maior rendibilidade. Para além disso, há a referir que a proposição II, também contempla outra conclusão importante, ou seja, menciona que os proprietários deverão aumentar a rendibilidade exigida como contrapartida do maior risco financeiro relativo ao maior endividamento da empresa, tornando-se também por esse meio, a estrutura financeira importante para a remuneração a obter pelos proprietários e para a definição do custo do capital a exigir à atividade.

Num trabalho seguinte em 1963, Modigliani e Miller identificaram a importância do efeito fiscal, reconhecendo o valor criado pelas poupanças fiscais decorrentes dos juros, pelo facto de poderem ser consideradas como custos financeiros e os lucros não. Assim, o tratamento fiscal diferente levava as empresas a selecionar o capital alheio nas suas estruturas financeiras, uma vez que diminuía o custo efetivo da dívida remunerada face ao financiamento através de capitais próprios. Deste modo, passaram a defender que a estrutura financeira ótima deveria ser composta totalmente por capitais alheios.

Durante as décadas de 70 e 80, vários investigadores tornaram relevante a teoria dos custos de falência (por exemplo, Kim (1978) e Haugen e Senbet (1988)). Verificaram que a teoria apresentada por Modigliani e Miller, não considerava os custos de falência que poderiam ser muito elevados. Estes custos dividiam-se em diretos, como por exemplo a alienação dos ativos por valores inferiores aos reais, e indiretos devido à ameaça de falência, podendo levar os clientes a procurar alternativas no mercado e à recusa de crédito ou de fornecimento por parte dos fornecedores. Quanto maior fosse o endividamento, maior possibilidade existiria de haver ineficiências na atividade relacionadas com a eventual falência da empresa. Em simultâneo, a teoria dos custos de falência, destacava também que o custo do capital alheio deveria ser inferior ao custo do capital próprio, pois os proprietários e instituições financeiras tinham diferentes níveis de risco. Isto porque, em caso de falência, e de acordo com a legislação comercial, os credores têm preferência sobre os proprietários no acesso ao património.

Assim, o financiamento alheio tem um impacto positivo no custo de financiamento global da empresa. No entanto, a partir de determinado nível de endividamento, o risco financeiro irá aumentar, refletindo-se num custo superior do capital alheio, deixando de ser vantajoso o recurso a fontes de financiamento externas.

Em conclusão, pode-se afirmar que de acordo com a estrutura de capitais em função dos custos e benefícios, criada por Modigliani e Miller e desenvolvida posteriormente por vários investigadores, apresenta as seguintes ideias chave:

- O custo médio ponderado do capital, vai diminuindo pelo recurso à dívida em virtude desta, ter geralmente um custo inferior ao capital próprio;
- A partir de um determinado nível de endividamento, o risco financeiro aumenta e os custos de falência fazem aumentar o custo do capital alheio;
- Em simultâneo, fruto do maior risco, os proprietários vão exigir uma rentabilidade superior;
- Como tal, o custo médio ponderado do capital vai aumentar.

## **PARTE II – ESTUDO EMPÍRICO**

### **4. OBJETIVO DE INVESTIGAÇÃO**

Este trabalho tem como principal objetivo, estudar o impacto das fontes de financiamento no desempenho financeiro, identificando se a escolha de capitais próprios ou alheios condiciona a capacidade de criação de valor financeiro. Para a avaliação da capacidade de criação de valor financeiro, irá ser utilizada a Rendibilidade Supranormal abordada no enquadramento teórico.

O trabalho de investigação irá incidir sobre duas das maiores empresas nacionais do setor das tecnologias de informação e comunicação, a NOVABASE e a GLINTT. Assim, pretende-se estudar duas empresas pertencentes a uma das indústrias que mais contribui para as exportações nacionais de elevado valor acrescentado e que se encontram cotadas na bolsa de valores portuguesa, estando a sua informação financeira disponível no site da CMVM.

A elaboração do trabalho, irá basear-se nas seguintes etapas:

- Análise do desempenho económico e financeiro histórico das empresas, considerando as suas demonstrações financeiras;
- Análise da sua capacidade para criar valor financeiro durante os anos estudados;
- Análise do impacto da estrutura financeira na criação de valor.

### **5. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO**

Tendo em consideração que o objetivo deste trabalho é o estudo do impacto da estrutura financeira na capacidade de criação de valor, optou-se pela metodologia de investigação designada por estudo de caso.

Freixo (2010) refere que o estudo de caso é uma metodologia de investigação indicada para situações em que pretendemos compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidas várias variáveis a analisar. Yin (2009) defende que a abordagem metodológica do estudo de caso permite, através da obtenção de informação privilegiada e, muitas vezes confidencial, da unidade de análise, observar respostas potenciais às questões que se pretendem comprovar empiricamente. Contudo, destaca também a importância da triangulação de informação através da utilização de diferentes fontes de dados.

Assim, a opção pelo estudo de caso, deveu-se ao facto de se ter acesso à informação económica e financeira das empresas em questão através do site da CMVM, e poderem-se aplicar e interpretar mais facilmente os indicadores de criação de valor financeiro. Para além disso, convém referir que as empresas também foram selecionadas devido ao facto de, embora atuarem na mesma indústria, apresentarem estruturas financeiras bastante diferenciadas. No caso da NOVABASE, o peso médio do passivo remunerado no financiamento do ativo, ao longo do período analisado é de 13%, enquanto o mesmo indicador na GLINTT, possui o valor de 27%. Como fontes de informação foram utilizados os relatórios e contas dos exercícios entre 2007 e 2014. Para a realização do trabalho foram consideradas as demonstrações financeiras consolidadas em virtude de integrarem uma visão global de ambos os grupos económicos estudados, permitindo ter uma melhor identificação das opções estratégicas ao nível da estrutura financeira utilizada. Assim, foram realizadas análises de conteúdo no que diz respeito à recolha de dados dos dados económicos e financeiros estudados.

Relativamente aos conceitos financeiros utilizados na elaboração do trabalho para verificar a capacidade de criação de valor financeiro há a destacar os procedimentos seguidos na determinação das seguintes variáveis: capital investido, passivo financeiro e custo do financiamento da atividade, onde se incluem o custo médio ponderado do capital, o custo do capital próprio e o custo do capital alheio.

O capital investido, irá ser calculado através da elaboração de um balanço funcional que, segundo Neves (2012), ilustra as fontes de financiamento da empresa e a forma como aplica os seus recursos financeiros. Em seguida, apresenta-se um exemplo da estrutura que um balanço funcional deve contemplar.

Quadro 1 - Estrutura de Balanço Funcional

<b>RUBRICAS</b>	<b>Ano n</b>
Ativos Fixos Ajustados	
NFM Exploração	
- Necessidades Cíclicas	
- Recursos Cíclicos	
NFM Extraexploração	
- Tesouraria Ativa	
- Tesouraria Passiva	
<b>Total de Investimento</b>	
Capitais Próprios	
Passivo Financeiro	
<b>Total de Financiamentos</b>	

Fonte: Adaptado de Neves (2012)

Relativamente ao balanço contabilístico, esta demonstração financeira tem uma estrutura mais objetiva para a avaliação da criação de valor. Isto porque, a estrutura do balanço funcional evidencia os capitais investidos e identifica os capitais próprios e o capital alheio remunerado, obtendo-se duas imagens complementares sobre a gestão financeira da empresa: o montante de investimento imprescindível para o desenvolvimento do negócio (capitais investidos líquidos dos passivos não financeiros que atenuam o investimento no negócio associado aos prazos de recebimento e de rotação de inventários) e o peso das fontes de financiamento utilizadas, sendo esta informação essencial para medirmos a rentabilidade esperada pelos investidores.

Ao nível do estudo da criação de valor, irá ser utilizada a Rentabilidade Supranormal. De acordo com Teixeira e Amaro (2013), desde que sejam utilizados os mesmos princípios financeiros, os indicadores de criação de valor, permitem obter o mesmo resultado matemático. Assim, optou-se pela RS, porque o seu cálculo pode ser feito anualmente, o que permite evidenciar a capacidade periódica de criação de valor, e também devido a que a informação necessária para a sua determinação, pode ser facilmente obtida através das demonstrações financeiras elaboradas pelas empresas.

No que diz respeito à RS, de acordo com Teixeira (2008) e Neves (2011), não deve ser utilizado o método de cálculo tradicional do ROI, uma vez que se pretende evidenciar a capacidade global da atividade para criar resultados que permitam rentabilizar o investimento total. Assim, em alternativa deverá ser considerado o indicador denominado por *Return on invested capital* (ROIC).

Nesse sentido, no numerador, devem ser incluídos, para além dos resultados operacionais, os rendimentos obtidos através das aplicações de capital, uma vez que são usualmente resultado de excessos de tesouraria, originados na atividade operacional. Para além disso, deve-se ainda refletir o efeito fiscal, porque uma parte importante dos resultados alcançados, destina-se a cumprir as obrigações perante o estado. Por outro lado, não se incluem os gastos financeiros líquidos de poupanças fiscais, porque estas rubricas estão associadas às decisões de financiamento. Assim, determinam-se os resultados líquidos sem alavanca financeira (RLSAF), que são calculados por meio da seguinte fórmula:

$$\text{RLSAF} = (\text{RO} + \text{Rendimentos Financeiros}) \times (1 - t)$$

Legenda:

RLSAF - resultados líquidos sem alavanca financeira; RO - resultados operacionais; t - taxa efetiva de imposto

Quanto ao denominador, no lugar do ativo líquido deverá ser utilizado o investimento total obtido na elaboração do balanço funcional. Isto porque, no ciclo de exploração, os créditos obtidos na negociação com fornecedores e restantes credores, compensam parte do valor investido na atividade, reduzindo as necessidades financeiras. Deste modo, a rubrica investimento total, inclui os valores dos bens e direitos que exigiram investimento de capital, corrigidos dos passivos não financeiros, negociados no decorrer do funcionamento normal do negócio. Nesse sentido, e de acordo com a estrutura do balanço funcional anteriormente apresentada, o investimento total engloba os ativos não correntes, as necessidades de fundo de maneo de exploração e necessidades de fundo de maneo de extra-exploração. Como tal, excluem-se apenas os passivos financeiros, como empréstimos bancários e leasings, que são dívidas constituídas em sintonia com a decisão de financiamento, que também não foi contemplada nos resultados incluídos no numerador.

Assim, o ROIC é determinado através da seguinte fórmula:

$$\text{ROIC} = \text{RLSAF} / \text{Investimento Total}$$

Legenda:

ROIC - *return on invested capital*; RLSAF - resultado líquido sem alavanca financeira

Quanto ao custo do capital a exigir pelos investidores (próprio e alheio), vai ser determinado por meio do weighted average capital cost (WACC), que para o seu cálculo exige o conhecimento do valor das seguintes variáveis: taxa de imposto efetiva (t), custo do capital alheio (Kd), custo do capital próprio (Ke), capital investido, passivo financeiro e capital próprio. A taxa de imposto efetiva é função da relação entre o imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas – IRC, incluído na demonstração de resultados de cada ano e o valor de resultados antes de impostos – RAI (Neves, 2011). O custo do capital alheio vai ser obtido através da relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados e o valor do passivo financeiro que consta anualmente no balanço funcional (Neves, 2011). O custo de capital próprio vai ser calculado de acordo com a rentabilidade dos capitais próprios relativa ao 3º quartil do setor de atividade (códigos de atividade 62 – Consultoria e programação informática e atividades relacionadas e 63 – Serviços de Informação e comunicação), visto que as empresas em estudo são duas das maiores do seu setor em Portugal. Para tal, teve-se por base a informação disponibilizada pelo Banco de Portugal (central de balanços) no período considerado. De notar que, estando as empresas cotadas em bolsa, poderia ter sido utilizado o modelo CAPM para determinar a rentabilidade a exigir pelos proprietários. Contudo, face à crise económica e financeira que Portugal tem atravessado nos últimos anos, os valores anuais da rentabilidade do mercado (PSI 20) eram em vários casos negativos, o que impossibilitava a sua utilização. Em alternativa, também poderia ter sido usado como referência o rácio de distribuição de dividendos. No entanto, verificou-se que em vários anos não existiu distribuição de resultados o que também dificultava a utilização desta referência.

Finalmente, os valores dos capitais investidos, capital próprio e passivo financeiro, são os que estão incluídos anualmente no balanço funcional.

## 6. APRESENTAÇÃO DAS EMPRESAS ESTUDADAS

As empresas alvo deste trabalho de investigação têm os seus negócios incluídos, no âmbito da classificação das atividades económicas (revisão 3), nas divisões 62 – Consultoria e programação informática e atividades relacionadas e 63 – Atividades dos serviços de informação. Deste modo, fazem parte da indústria das Tecnologias de Informação e Comunicação, comumente denominadas de TIC's.

A Novabase, Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A, foi criada com o nome Novabase – Sistemas de informação e Base de Dados, Lda, e é a empresa mais antiga do grupo. Foi criada no dia 11 de Maio de 1989, e a sua atividade principal é a produção e comercialização de sistemas informáticos. A Novabase faz parte das

empresas portuguesas líderes no setor das Tecnologias de informação em Portugal, possui negócios nos vários continentes, e as suas ações estão cotadas na bolsa de valores de Lisboa desde Julho de 2000. Atualmente a Novabase, investe acima dos 10 milhões de Euros em investigação e desenvolvimento, tendo projetos em 33 países nos 5 continentes. Ao nível da oferta a Novabase apresenta fortes competências em vários setores de atividade como as Telecomunicações e Média, Serviços Financeiros, Administração Pública, Saúde, Energia e Utilities, Aeroespacial, Transportes e Indústria, desenvolvendo soluções globais à medida dos clientes.

A Glintt – Global Intelligent Technologies é uma das maiores empresas portuguesas que opera na indústria das TIC's, está cotada na Bolsa de valores de Lisboa (Euronext Lisbon) e desenvolve o seu negócio em mercados internacionais diversificados, abrangendo atualmente países da Europa, África e América Latina. A nível nacional a Glintt apresenta igualmente uma grande diversificação de soluções para vários setores como a Banca, as Telecomunicações, a Saúde, o Comércio, a Indústria e a Administração Pública. Salienta-se que, a empresa optou pelo processo de expansão e internacionalização da atividade através da criação de filiais nos mercados de destino, sendo os países mais importantes no volume de negócios a Alemanha, Reino Unido, França e Holanda. De entre as últimas filiais criadas destacam-se, pela dimensão dos mercados que abrangem, a Glintt Espanha, a Glintt Polónia e a Glintt Brasil. Ao nível da sua oferta, a GLINTT possui uma marca muito forte no setor da saúde, sendo hoje líder na Península Ibérica em software de gestão de farmácias com cerca de 8 mil instalações em Espanha e cerca de 2,5 mil em Portugal.

## **7. EVOLUÇÃO ECONÓMICA E FINANCEIRA DAS EMPRESAS**

O período de tempo analisado inclui os exercícios económicos de 2007 até 2014. Assim, pretende-se estudar a evolução do desempenho financeiro das empresas durante 8 anos, evitando-se eventuais deturpações nas demonstrações financeiras derivadas de acontecimentos de carácter extraordinário que possam ter condicionado os resultados. No espaço de tempo que decorreu entre 2007 e 2014, o mundo dos negócios foi bastante afetado por vários fatores, destacando-se a crise financeira internacional de 2008, que condicionou de uma maneira geral o contexto empresarial mundial e a crise das dívidas públicas em 2011, que teve como resultado o abrandamento global das economias e à menor procura de serviços na área das tecnologias de informação e de comunicação. Nesse sentido, julga-se que o período analisado poderá ser interessante para evidenciar o impacto de tais constrangimentos não controláveis pelas empresas, na evolução da sua capacidade de criação de valor financeiro.

### **7.1. EVOLUÇÃO ECONÓMICA E FINANCEIRA DA NOVABASE**

Ao observar-se a evolução económica e financeira da empresa, pode-se constatar de uma maneira geral, que reflete o período conturbado da economia portuguesa e das principais economias internacionais.

A nível económico há a destacar os seguintes factos:

- Analisando a evolução dos rendimentos gerados, verifica-se uma diminuição no volume de negócios no valor de 92.342 mil euros, de 2007 para 2014. Assim, enquanto o volume de negócios em 2009 estava acima dos 300 milhões de euros, em 2014, último exercício estudado, situava-se apenas nos 220 milhões de euros;
- Deste modo, os resultados operacionais (embora com uma evolução positiva nos anos de 2008, 2009 e 2010) abrandaram de cerca de 14 milhões de euros em 2007 para 7 milhões de euros em 2014, representando uma quebra de cerca de 50% ao longo dos 8 anos estudados;
- No que concerne aos gastos, os custos das mercadorias e das matérias-primas consumidas e dos fornecimentos de serviços externos (FSE) são as rubricas com maior peso na atividade, representando em média mais de 60% do total de rendimentos anuais. De destacar, também, a importância dos gastos com o pessoal que têm um peso médio de 30% relativamente aos rendimentos operacionais. Deste modo, estas três rubricas de custos consomem em média mais de 90% do volume de negócios gerado;
- Entre 2007 e 2014 a empresa apresentou sempre resultados financeiros negativos, em virtude dos gastos decorrentes da decisão de financiamento serem sempre superiores aos rendimentos provenientes de aplicações de capitais;
- Quanto aos resultados líquidos tiveram um comportamento irregular ao longo dos períodos analisados. Contudo, genericamente, tiveram uma diminuição que, em muito se deve à redução verificada do nível de atividade. Assim, em 2007 situavam-se nos 10 milhões de euros e em 2014 rondam os 5 milhões de euros, ou seja, cerca de metade.

De seguida, é apresentada a demonstração de resultados consolidados da Novabase no período de 2007 a 2014.

Tabela 1: Demonstração de Resultados Consolidados 2007 – 2014 (milhares de euros)

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. VENDAS	204.030	171.045	117.634	103.975	96.918	74.280	78.282	67.811
2. PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	109.167	121.002	123.780	132.356	132.715	137.795	138.548	153.044
<b>4. TOTAL</b>	<b>313.197</b>	<b>292.047</b>	<b>241.414</b>	<b>236.331</b>	<b>229.633</b>	<b>212.075</b>	<b>216.830</b>	<b>220.855</b>
6. CUSTO DE VENDAS E FSE	-227.809	-201.334	-149.069	-140.503	-138.637	-117.354	-121.606	-121.752
<b>7. MARGEM BRUTA</b>	<b>85.388</b>	<b>90.713</b>	<b>92.345</b>	<b>95.828</b>	<b>90.996</b>	<b>94.721</b>	<b>95.224</b>	<b>99.103</b>
8. GASTO C/ PESSOAL	-64.018	-68.724	-70.503	-75.607	-76.210	-75.936	-79.808	-86.305
9. CUSTO DE RESTRUTURAÇÃO	0	0	0	0	-3.496	0	0	-1.522
10. OUTROS GANHOS E PERDAS LÍQUIDAS	-1.348	-938	-109	1.947	-543	-725	-556	1.861
11. AMORTIZAÇÕES E DEPRECIAÇÕES	-6.164	-5.802	-5.111	-5.478	-6.125	-5.757	-5.731	-5.917
<b>12. TOTAL</b>	<b>-71.530</b>	<b>-75.464</b>	<b>-75.723</b>	<b>-79.138</b>	<b>-86.374</b>	<b>-82.418</b>	<b>-86.095</b>	<b>-91.883</b>
<b>13. RESULTADOS OPERACIONAIS</b>	<b>13.858</b>	<b>15.249</b>	<b>16.622</b>	<b>16.690</b>	<b>4.622</b>	<b>12.303</b>	<b>9.129</b>	<b>7.220</b>
14. RENDIMENTOS FINANCEIROS	3.745	4.660	2.960	5.256	3.770	4.731	3.253	1.830
15. GASTOS FINANCEIROS	-7.228	-7.146	-2.787	-5.371	-4.626	-4.721	-3.900	-3.505
16. GANHOS OU PERDAS EM ASSOCIADAS	-25	-844	-1.113	-255	-645	-176	73	-90
<b>17. RAI</b>	<b>10.350</b>	<b>11.919</b>	<b>15.682</b>	<b>16.320</b>	<b>3.121</b>	<b>12.137</b>	<b>8.555</b>	<b>5.455</b>
18. IRC	-59	-1.554	-2.634	-2.628	-884	-2.376	693	-857
<b>19. R. DAS OPERAÇÕES EM CONTINUIDADE</b>	<b>10.291</b>	<b>10.365</b>	<b>13.048</b>	<b>13.692</b>	<b>2.237</b>	<b>9.761</b>	<b>9.248</b>	<b>4.598</b>
20. R. DAS OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	0	-8.806	0	0	703		0	211
<b>21. RESULTADO LÍQUIDO (19-20)</b>	<b>10.291</b>	<b>1.559</b>	<b>13.048</b>	<b>13.692</b>	<b>2.940</b>	<b>9.761</b>	<b>9.248</b>	<b>4.809</b>

No que diz respeito à evolução financeira da empresa destacam-se os seguintes factos:

- O valor global de investimento na atividade foi diminuindo ao longo dos anos, o que deverá estar associado à redução já mencionada do nível do volume de negócios;
- Os ativos não correntes aumentaram de valor de 2007 para 2014, o que revela que mesmo não existindo um crescimento da atividade, a empresa continuou a realizar investimentos estratégicos para o desenvolvimento sustentado do negócio;
- Quanto aos inventários diminuíram ao longo dos anos e detêm atualmente um peso residual no total do ativo, o que poderá significar um maior cuidado na gestão de stocks derivado da menor capacidade de autofinanciamento da atividade;
- As dívidas a receber mantiveram um valor estável ao longo do período analisado o que não deixa de ser preocupante, visto que o nível do volume de negócios diminuiu, o que quer dizer, que o prazo médio de recebimentos está a aumentar, estando tal realidade possivelmente associada à crise económica e financeira da maioria das economias, o que provavelmente reduz a liquidez dos clientes da empresa;
- Relativamente aos meios financeiros líquidos o seu valor esteve sempre entre os 25 milhões e os 40 milhões, representando em termos médios cerca de 14% do total do ativo. Tal significa que a empresa deteve ao longo dos anos em análise uma boa liquidez imediata para fazer face às despesas regulares do negócio;
- Quanto as origens de fundo, há a destacar o peso dos capitais próprios no financiamento da atividade, em virtude de que têm sempre um valor próximo dos 50%, o que garante uma maior sustentabilidade financeira;
- Os capitais alheios são compostos sobretudo por passivos de curto prazo, tendo o passivo não corrente um valor residual que se situou entre os 3% e os 8% relativamente ao total do investimento na atividade.

De seguida, são apresentados os balanços da empresa ao longo dos anos analisados:

Tabela 2: Balanços – Estrutura de ativos 2007-2014 (milhares de euros)



EMPRÉSTIMOS	12.692	9.256	4.502	5.333	5.279	5.246	7.353	6.418
FORNECEDORES E OUTRAS CONTAS A PAGAR	105.409	78.787	62.774	57.101	60.935	59.755	61.764	59.117
IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO A PAGAR	131	15	290	311	17	916	89	967
INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	0	35	139	353	461	34	77	1.323
PASSIVOS OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	0	2.322	819	745	345	320	320	0
RENDIMENTOS DIFERIDOS E OUTROS PASSIVOS CORRENTES	17.047	17.300	19.662	22.807	22.669	27.902	24.755	29.664
<b>TOTAL DE PASSIVOS CORRENTES</b>	<b>135.279</b>	<b>107.715</b>	<b>88.186</b>	<b>86.650</b>	<b>89.706</b>	<b>94.173</b>	<b>94.358</b>	<b>97.489</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>143.095</b>	<b>114.612</b>	<b>95.622</b>	<b>97.998</b>	<b>103.863</b>	<b>108.066</b>	<b>112.945</b>	<b>111.186</b>
<b>TOTAL DOS CAPITAIS PRÓPRIOS E PASSIVO</b>	<b>257.597</b>	<b>203.210</b>	<b>194.764</b>	<b>196.496</b>	<b>206.302</b>	<b>218.956</b>	<b>214.699</b>	<b>210.454</b>

## 7.2. EVOLUÇÃO ECONÓMICA E FINANCEIRA DA GLINTT

Pese o abrandamento económico internacional, a evolução económica da Glintt foi positiva. Salientam-se os seguintes factos:

- De 2007 para 2014 o volume negócios, embora apresentando alguma volatilidade nos diferentes anos analisados, teve um incremento de 21.739 milhões de euros, o que significa um crescimento de 37%;
- O resultado operacional em 2014 é mais do dobro do registado em 2007, representando 7,2% do volume de negócios do último exercício;
- A rubrica de custos mais importante é a relativa a gastos com pessoal que representa em termos médios 38% do volume de negócios gerado, seguida dos fornecimentos e serviços externos;
- Os resultados financeiros são negativos ao longo dos diversos anos e têm sofrido um incremento nos últimos exercícios, fruto possivelmente de um encarecimento das taxas de juro da dívida;
- Relativamente aos resultados líquidos foram positivos durante o período analisado e, após valores mais elevados em 2008, 2009 e 2010, estabilizaram em torno de 1,3 milhões nos últimos 3 anos.

De seguida, apresenta-se a demonstração de resultados consolidados da GLINTT dos anos de 2007 a 2014:

Tabela 4: Demonstração dos Resultados Consolidados 2007 – 2014 (milhares de Euros)

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. VENDAS	24.755	46.333	37.014	30.708	20.011	22.325	19.089	15.565
2. PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	33.694	86.011	78.400	80.858	74.454	68.799	66.913	64.622
<b>3. TOTAL</b>	<b>58.449</b>	<b>132.344</b>	<b>115.415</b>	<b>111.565</b>	<b>94.464</b>	<b>91.124</b>	<b>86.001</b>	<b>80.188</b>
4. CUSTO DAS VENDAS	-20.840	-34.169	-28.589	-22.551	-14.638	-16.065	-13.272	-9.992
5. SUBCONTRATOS	-13.765	-34.399	-28.123	-26.156	-20.724	-15.322	-15.851	-14.609
<b>6. MARGEM BRUTA (3-4-5)</b>	<b>23.844</b>	<b>63.776</b>	<b>58.703</b>	<b>62.858</b>	<b>59.103</b>	<b>59.736</b>	<b>56.879</b>	<b>55.586</b>
7. FORNECIMENTO DE SERVIÇOS EXTERNOS	-5.432	-16.552	-13.387	-14.751	-13.504	-12.293	-12.105	-11.499
8. GASTO COM PESSOAL	-15.388	-38.216	-38.877	-40.505	-41.025	-40.009	-39.636	-39.033
9. OUTROS GANHOS E PERDAS LÍQUIDAS	243	1.253	1.815	259	2.693	763	3.106	3.435
<b>10. RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>3.267</b>	<b>10.260</b>	<b>8.254</b>	<b>7.861</b>	<b>7.267</b>	<b>8.197</b>	<b>8.244</b>	<b>8.489</b>
11. DEPRECIACÕES E AMORTIZAÇÕES	-636	-2.646	-1.961	-1.711	-1.556	-1.692	-1.430	-2.186
12. PROVISÕES	0	0	0	-385	79	47	7	43
13. PERDAS POR IMPARIDADES	0	0	-686	-2.893	-528	-834	-869	-539
<b>14. RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>2.631</b>	<b>7.613</b>	<b>5.607</b>	<b>2.872</b>	<b>5.261</b>	<b>5.718</b>	<b>5.952</b>	<b>5.806</b>

15. RESULTADO FINANCEIRO	-1.170	-1.741	-1.017	-1.972	-2.858	-3.446	-3.422	-3.597
16. GANHO EM EMPRESAS DO GRUPO	0	0	0	5.109	0	0	0	0
17. RAI	1.461	5.872	4.590	6.009	2.403	2.272	2.531	2.209
18. IRC	-5.012	-1.747	-1.589	-2.236	-1.226	-897	-1.043	-713
19. RESULTADOS ANTES DE ALIENAÇÃO DE OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	-3.552	4.126	3.001	3.773	1.176	1.375	1.488	1.496
20. GANHOS OU PERDAS COM OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	4.961	0	0	-56	0	0	0	0
21. RESULTADOS ANTES DOS INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM	1.409	4.126	3.001	3.717	1.176	1.375	1.488	1.496
22. RESULTADOS ATIBUÍVEIS A INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM	204	160	88	-112	-118	-128	-174	-158
23. RESULTADO LÍQUIDO	1.613	4.286	3.089	3.606	1.058	1.247	1.314	1.338

Relativamente à evolução financeira da empresa salientam-se os seguintes factos:

- O volume total de investimento mais que duplicou no período analisado, passando de 105 milhões de euros para um valor de cerca de 218 milhões de euros;
- Comparativamente à situação da Novabase, os ativos não correntes detêm um peso muito significativo no investimento da atividade, representando em 2014 cerca de 82% do total de ativos existentes. Nestas rubricas salientam-se os valores registados no goodwill, o que implica a existência de aplicações estratégicas na aquisição de empresas;
- A rubrica de inventários tem um valor residual durante os diversos anos, oscilando entre os 3 e os 4 milhões de euros, o que vai ao encontro da menor importância na atividade dos custos das mercadorias vendidas e matérias-primas consumidas;
- As dívidas a receber têm vindo a diminuir durante os anos analisados. Tendo em consideração que houve um incremento do volume de negócios, tal significa uma diminuição dos prazos de recebimento, contribuindo positivamente para a situação de tesouraria da empresa;
- Os meios financeiros líquidos apresentam alguma volatilidade ao longo dos exercícios, não tendo expressão no total do ativo;
- Ao nível das origens de fundos há a destacar a boa sustentabilidade do património da empresa, representando sempre valores acima dos 50% no financiamento dos investimentos da atividade;
- Os níveis de endividamento foram estáveis ao longo dos anos. Para além disso, há a salientar um certo equilíbrio entre as fontes de financiamento de médio e longo prazo e as de curto prazo, representando 16% e 29%, respetivamente, do total das origens de fundos, o que poderá atenuar o impacto sobre a tesouraria das obrigações perante terceiros.

De seguida, são apresentados os balanços da empresa ao longo dos anos analisados

Tabela 5: Balanços – Estrutura de ativos 2007 – 2014 (milhares de euros)

ATIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ATIVOS NÃO CORRENTES</b>								
ATIVOS FIXOS TANGÍVEIS	1.386	4.287	3.612	3.088	62	3.341	2.985	7.610
GOODWILL	0	0	0	119.565	6.310	119.565	119.579	119.579
ATIVOS FIXOS INTAGÍVEIS	68.427	121.893	122.010	33.011	0	35.776	42.812	39.676
INVESTIMENTOS EM ASSOCIADAS	30	8	8	8	133.881	0	0	0
OUTROS INVESTIMENTOS EM ASSOCIADAS	0	0	0	0	40	48	70	110
CONTAS A RECEBER	0	0	0	0	0	5.154	5.154	5.830
ATIVOS POR IMPOSTOS DIFERIDOS	1.982	1.764	1.773	1.219	1.476	2.658	3.746	4.802
<b>TOTAL DE ATIVOS NÃO CORRENTES</b>	<b>71.824</b>	<b>127.952</b>	<b>127.403</b>	<b>156.890</b>	<b>141.770</b>	<b>166.542</b>	<b>174.346</b>	<b>177.607</b>
<b>ATIVOS CORRENTES</b>								
INVENTÁRIOS	4.155	3.822	2.679	4.021	0	3.097	3.138	3.038

DÍVIDAS DE CLIENTES E OUTROS DEVEDORES	20.509	51.131	51.048	47.384	6.802	34.322	29.797	28.868
CAIXA E EQUIVALÊNCIA DE CAIXA	1.181	4.482	3.124	2.678	75	4.647	4.315	1.352
ACRÉSCIMO E DIFERIMENTOS ATIVOS	7.723	11.274	14.671	10.054	2.651	7.957	9.550	7.126
<b>TOTAL DE ATIVOS CORRENTES</b>	<b>33.567</b>	<b>70.710</b>	<b>71.522</b>	<b>64.137</b>	<b>9.528</b>	<b>50.023</b>	<b>46.800</b>	<b>40.384</b>
<b>TOTAL DE ATIVOS</b>	<b>105.391</b>	<b>198.662</b>	<b>198.926</b>	<b>221.027</b>	<b>151.298</b>	<b>216.565</b>	<b>221.146</b>	<b>217.990</b>

Tabela 6: Balanços – Estrutura de fontes de financiamento 2007 – 2014 (milhares de euros)

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>								
CAPITAL SOCIAL	43.916	86.963	86.963	86.963	86.963	86.963	86.963	86.963
PRÉMIO DE EMISSÃO	10.255	10.255	10.255	10.255	10.255	10.255	10.255	10.255
AÇÕES PRÓPRIAS	-89	0	0	0	0	0	0	0
OUTRAS RESERVAS	7.618	7.631	7.631	7.631	1.864	12.825	15.490	18.669
RESERVAS DE CONVERSÃO CAMBIAL	0	0	0	0	0	-318	-598	-601
RESULTADOS RETIDOS DE EXERCÍCIOS ANTERIORES	311	1.863	6.148	7.697	8.498	7.164	5.652	3.865
RESULTADOS RETIDOS NO EXERCÍCIO	1.613	4.286	3.089	3.606	-3.637	1.247	1.314	1.338
INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM	67	-336	-424	373	0	163	209	194
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>63.691</b>	<b>110.661</b>	<b>113.662</b>	<b>116.525</b>	<b>103.943</b>	<b>118.299</b>	<b>119.285</b>	<b>120.682</b>
<b>PASSIVO</b>								
<b>PASSIVO NÃO CORRENTE</b>								
DÍVIDAS A FORNECEDORES E OUTROS CREDORES	0	0	0	0	0	1.600	158	220
EMPRÉSTIMOS	7.112	17.047	14.039	23.634	16.846	27.980	29.033	23.349
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS PASSIVOS	0	0	0	0	0	1.704	1.414	1.150
PROVISÕES	0	0	0	0	0	373	366	323
PASSIVOS P/ IMPOSTO DIFERIDOS	0	0	0	9.643	0	9.453	9.491	9.276
<b>TOTAL DO PASSIVO NÃO CORRENTE</b>	<b>7.112</b>	<b>17.047</b>	<b>14.039</b>	<b>33.277</b>	<b>16.846</b>	<b>41.109</b>	<b>40.462</b>	<b>34.319</b>
<b>PASSIVO CORRENTE</b>								
DÍVIDAS A FORNECEDORES E OUTROS CREDORES	14.681	23.377	26.077	27.135	19.768	16.271	18.856	16.612
EMPRÉSTIMOS	7.739	27.141	26.743	24.375	9.125	26.503	24.396	31.004
PROVISÕES	292	711	342	498	0	0	0	0
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS PASSIVOS	11.877	19.724	18.062	19.218	1.615	14.383	18.147	15.373
<b>TOTAL DO PASSIVO CORRENTE</b>	<b>34.588</b>	<b>70.953</b>	<b>71.225</b>	<b>71.225</b>	<b>30.509</b>	<b>57.157</b>	<b>61.399</b>	<b>62.989</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>41.700</b>	<b>88.001</b>	<b>85.264</b>	<b>104.502</b>	<b>47.355</b>	<b>98.266</b>	<b>101.861</b>	<b>97.308</b>
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO</b>	<b>105.391</b>	<b>198.662</b>	<b>198.926</b>	<b>221.027</b>	<b>151.298</b>	<b>216.565</b>	<b>221.146</b>	<b>217.990</b>

## 8. EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE DE CRIAÇÃO DE VALOR FINANCEIRO DAS EMPRESAS

Neste ponto irá ser efetuada uma análise da evolução da capacidade de criação de valor financeiro das empresas. Para tal, irão ser determinados, para cada uma delas, os balanços funcionais, os custos médios ponderados do capital e as rendibilidades supranormais.

### 8.1. EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE DE CRIAÇÃO DE VALOR FINANCEIRO DA NOVABASE

De seguida, apresenta-se o balanço funcional da empresa.

Tabela 7: Balanço Funcional 2007 – 2014 (milhares de euro)

RÚBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVOS FIXOS AJUSTADOS	57.166	46.003	44.445	49.758	52.171	50.963	55.645	59.938
NFM EXPLORAÇÃO	36.100	27.839	33.757	31.649	37.785	25.123	27.272	35.002
NECESSIDADES CÍCLICAS	158.556	123.926	116.193	111.557	121.389	112.780	113.791	123.78
RECURSOS CÍCLICOS	122.456	96.087	82.436	79.908	83.604	87.657	86.519	3
NFM EXTRA-EXPLORAÇÃO	39.690	26.711	29.410	30.303	29.790	51.310	40.221	88.781
TESOURARIA ATIVA	39.821	29.083	30.658	31.712	30.613	52.580	40.707	20.735
TESOURARIA PASSIVA	131	2.372	1.248	1.409	823	1.270	486	23.025
TOTAL DE INVESTIMENTO	132.956	100.553	107.612	111.710	119.746	127.396	123.138	2.290
CAPITAIS PRÓPRIOS	114.502	88.598	99.142	98.498	102.439	110.890	101.754	115.67
CAPITAIS ALHEIOS REMUNERADO	18.454	11.955	8.470	13.212	17.307	16.533	21.384	5
TOTAL DE FINANCIAMENTOS	132.956	100.553	107.612	111.710	119.746	127.423	123.138	5

Os ativos fixos ajustados são compostos pelos ativos não correntes devidamente corrigidos dos passivos de médio e longo prazo não remunerados, nomeadamente, provisões, passivos por impostos diferidos e outros passivos não correntes, uma vez que são obrigações com um prazo superior a 1 ano que não pressionam a tesouraria e contribuem para financiar os ativos com menor grau de liquidez.

Nas necessidades cíclicas e nos recursos cíclicos consideraram-se as rubricas que, através da análise de conteúdo dos relatórios e contas, se verificou que estavam associadas ao ciclo normal da atividade. Assim, nas necessidades cíclicas, foram contempladas as seguintes rubricas: inventários, dívidas de clientes e de outros devedores, acréscimos de rendimentos e outros ativos correntes; nos recursos cíclicos estão incluídos: fornecedores e outras contas a pagar e outros passivos correntes.

Quanto à tesouraria contém as rubricas associadas ao ciclo extra-exploração da empresa. Na tesouraria ativa estão incluídos os impostos sobre o rendimento a receber, os instrumentos financeiros derivados, os ativos financeiros disponíveis para venda, a caixa e seus equivalentes e os ativos de operações descontinuadas; na tesouraria passiva estão incluídos os impostos sobre o rendimento a pagar, os instrumentos financeiros derivados e os passivos de operações descontinuadas.

Relativamente aos passivos financeiros dizem respeito a dívidas a instituições de crédito, consideradas nos passivos correntes e não correntes.

Quanto ao custo do capital do investimento (próprio e alheio), foi determinado por via do custo médio ponderado do capital, em inglês designado por weighted average capital cost (WACC). Nesse sentido, para além dos valores de investimento, de capitais próprios e de passivos financeiros constantes no balanço funcional, foi necessário calcular a taxa de imposto efetiva ( $t$ ), o custo do capital alheio ( $K_d$ ) e o custo do capital próprio ( $K_e$ ).

Como mencionado anteriormente, a taxa de imposto efetiva considera a relação entre o imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas (IRC) refletido na demonstração de resultados e o valor de resultados antes de impostos (RAI) em cada período. O custo do capital alheio foi calculado através da relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados e o valor do passivo financeiro em cada exercício económico. O custo de capital próprio ( $K_e$ ) teve em referência os dados do setor constantes na central de balanços do banco de Portugal, nomeadamente, a RCP média das empresas que constituem o 3º quartil, isto é, as empresas que representam os 25% de melhores competidores.

De seguida, apresentam-se em detalhe os valores determinados das diversas rubricas utilizadas no cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC).

Tabela 8: Custo Médio Ponderado do Capital 2007 - 2014

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
t - taxa de imposto efetiva	0,57%	13,04%	16,80%	16,10%	28,32%	19,58%	-8,10%	15,71%
Kd - custo do capital alheio	39,17%	59,77%	32,90%	40,65%	26,73%	28,56%	18,24%	21,36%
Ke - custo do capital próprio	14,89%	17,73%	13,68%	11,94%	7,79%	7,83%	10,27%	13,47%
Capital Investido	132.956	100.553	107.612	111.710	119.746	127.396	123.138	115.675
Passivo Financeiro	18.454	11.955	8.470	13.212	17.307	16.533	21.384	16.407
Capital Próprio	114.502	88.598	99.142	98.498	102.439	110.890	101.754	99.268
WACC	18,229%	21,802%	14,758%	14,562%	9,433%	9,796%	11,910%	14,113%

Ao observar-se a tabela anterior, verifica-se que ao contrário daquilo que é defendido pela teoria financeira, o custo do capital alheio foi ao longo dos anos bastante superior ao custo do capital próprio, o que significa que as instituições financeiras estão a exigir uma rentabilidade acima da remuneração que as empresas do setor estão a gerar aos seus proprietários. Para além disso, constata-se, também, um desinvestimento na atividade com um impacto sobretudo nos capitais próprios que diminuíram cerca de 11 milhões de euros no mesmo período.

De seguida, é apresentado o cálculo da rentabilidade supranormal da empresa durante os exercícios estudados.

Tabela 9: Rentabilidade Supranormal 2007 - 2013 (valores em milhares de euros)

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
RLSAF	17.478	7.773	15.367	18.198	6.256	13.558	13.464	7.763
Total de Investimento	132.956	100.553	107.612	111.710	119.746	127.396	123.138	115.675
ROIC	13,15%	7,73%	14,28%	16,29%	5,22%	10,64%	10,93%	6,71%
Custo do Capital	18,23%	21,80%	14,76%	14,56%	9,43%	9,80%	11,91%	14,11%
Rentabilidade Supranormal	-5,08%	-14,07%	-0,48%	1,73%	-4,21%	0,85%	-0,98%	-7,40%
Valor Criado	-6.758	-14.149	-515	1.860	-4.702	1.014	-1.244	-9.115
Valor Criado Acumulado	-16.606	-28.543	-905	2.855	-6.593	1.294	-1.419	-9.115
Valor Acumulado								-59.031

Deste modo, verifica-se que com exceção dos exercícios de 2010 e 2012, a empresa destruiu valor com a sua atividade, ou seja, a rentabilidade criada não foi capaz de ser superior à remuneração esperada pelos investidores. Embora, na generalidade dos anos o ROIC tenha valores superiores a 10%, o custo do capital exigido foi sempre maior, o que se deveu, em parte ao custo elevado do capital alheio.

Finalmente, observa-se ainda que no período de tempo decorrido entre 2007 e 2014, e de acordo com os princípios financeiros utilizados, a Novabase destruiu com a sua atividade 59.031 milhares de euros.

## 8.2. EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE DE CRIAÇÃO DE VALOR FINANCEIRO DA GLINTT

A seguir, apresentam-se os balanços funcionais da Glintt.

Tabela 10: Balanço Funcional 2007 – 2014 (milhares de euro)

RÚBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVOS FIXOS AJUSTADOS	71.824	127.952	127.403	147.248	141.770	153.413	162.917	166.637
NFM EXPLORAÇÃO	5.829	23.126	24.259	15.106	-11.930	14.722	5.482	7.047
NECESSIDADES CÍCLICAS	32.386	66.228	68.398	61.459	9.454	45.376	42.485	39.032
RECURSOS CÍCLICOS	26.557	43.102	44.139	46.352	21.384	30.654	37.003	31.985

NFM EXTRAEXPLORAÇÃO	889	3.772	2.782	2.180	75	4.647	4.315	1.352
TESOURARIA ATIVA	1.181	4.482	3.124	2.678	75	4.647	4.315	1.352
TESOURARIA PASSIVA	292	711	342	498	0	0	0	0
TOTAL DE INVESTIMENTO	78.542	154.849	154.444	164.534	129.915	172.781	172.714	175.036
CAPITAIS PRÓPRIOS	63.691	110.661	113.662	116.525	103.943	118.299	119.285	120.682
CAPITAIS ALHEIOS	14.850	44.188	40.782	48.009	25.971	54.483	53.429	54.353
TOTAL DE FINANCIAMENTOS	78.542	154.849	154.444	164.534	129.915	172.781	172.714	175.036

No caso da Glintt, os ativos fixos ajustados são compostos pelos ativos não correntes também corrigidos dos passivos de médio e longo prazo não remunerados, ou seja, provisões, passivos por impostos diferidos, dívidas a fornecedores e outros credores e acréscimos e diferimentos passivos. Mais uma vez, se relembra que se tratam de obrigações com um prazo superior a 1 ano que não condicionam a tesouraria e contribuem para financiar os ativos com menor grau de liquidez.

Nas necessidades cíclicas e nos recursos cíclicos consideraram-se as rubricas que, também por via da análise de conteúdo dos relatórios e contas, se verificou que diziam respeito ao ciclo normal da atividade. Assim, nas necessidades cíclicas, foram contempladas as seguintes rubricas: inventários, dívidas de clientes e de outros devedores e acréscimos de rendimentos; nos recursos cíclicos estão incluídos: fornecedores e outras contas a pagar e acréscimos e diferimentos passivos.

A tesouraria contém as rubricas associadas ao ciclo extra-exploração da empresa. Na tesouraria ativa estão incluídos caixa e seus equivalentes; na tesouraria passiva estão incluídas apenas as provisões de curto prazo.

Quanto aos passivos financeiros dizem igualmente respeito a dívidas a instituições de crédito, consideradas nos passivos correntes e não correntes.

O custo do capital do investimento (próprio e alheio), também foi determinado por via do custo médio ponderado do capital, e usaram-se exatamente os mesmos princípios financeiros, explicados anteriormente para a Novabase.

De seguida, apresenta-se em detalhe o cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC).

Tabela 11: Custo Médio Ponderado do Capital 2007 - 2014

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
t - taxa de imposto efetiva	343,14%	29,74%	34,62%	37,21%	51,05%	39,49%	41,22%	32,26%
Kd - custo do capital alheio	7,88%	3,94%	2,49%	4,11%	11,01%	6,33%	6,40%	6,62%
Ke - custo do capital próprio	14,89%	17,73%	13,68%	11,94%	7,79%	7,83%	10,27%	13,47%
Capital Investido	78.542	154.849	154.444	164.534	129.915	172.781	172.714	175.036
Passivo Financeiro	14.850	44.188	40.782	48.009	25.971	54.483	53.429	54.353
Capital Próprio	63.691	110.661	113.662	116.525	103.943	118.299	119.285	120.682
WACC	8,451%	13,460%	10,498%	9,209%	7,310%	6,568%	8,258%	10,679%

Pela tabela anterior, verifica-se que no caso da Glintt, o custo do capital alheio foi ao longo dos anos, inferior ao custo do capital próprio, o que significa que, neste caso os proprietários estão a obter uma remuneração superior àquela que os parceiros financeiros beneficiam, indo ao encontro dos pressupostos da teoria financeira. Para além disso, constata-se, que o investimento na atividade, com exceção do ano de 2011, tem vindo a aumentar, tendo esse crescimento sido compensado com um incremento progressivo dos capitais próprios que, de 2007 para 2014 se situam praticamente no dobro do valor inicial.

De seguida, apresenta-se a rendibilidade supranormal da empresa durante os exercícios estudados.

Tabela 12: Rendibilidade Supranormal 2007 - 2013 (valores em milhares de euros)

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
RLSAF	-1.233	5.509	3.754	4.844	2.457	3.332	3.325	3.775
Total de Investimento	78.542	154.849	154.444	164.534	129.915	172.781	172.714	175.036
ROIC	-1,57%	3,56%	2,43%	2,94%	1,89%	1,93%	1,93%	2,16%
Custo do Capital	8,45%	13,46%	10,50%	9,21%	7,31%	6,57%	8,26%	10,68%
Rendibilidade Supranormal	-10,02%	-9,90%	-8,07%	-6,26%	-5,42%	-4,64%	-6,33%	-8,52%
Valor Criado	-7.871	-15.335	-12.460	-9.675	-8.915	-6.027	-10.941	-14.720
Valor Criado Acumulado	-14.766	-25.356	-18.645	-13.257	-11.383	-7.222	-12.109	-14.720
Valor Acumulado								-117.457

Assim, verifica-se que em todos os exercícios estudados, a empresa destruiu valor com a sua atividade, ou seja, mais uma vez se confirma que a rentabilidade criada não foi superior à remuneração exigida pelos investidores. Pela análise dos valores das diferentes rubricas, pode-se deduzir que o grande problema foi o nível de resultados gerados ser sempre residual, comparativamente ao volume de investimento na atividade, gerando um ROIC constantemente inferior ao custo do capital exigido. De notar ainda que, o custo do capital da Glintt é bastante inferior ao da Novabase. Em termos médios, teve um valor de 9%, enquanto na Novabase a média anual se situou nos 14%.

Finalmente, observa-se também que entre 2007 e 2014, e de acordo com os princípios financeiros utilizados, a Glintt destruiu com a sua atividade 117.457 milhares de euros, valor bastante superior pela negativa ao registado pela Novabase.

## 9. A IMPORTÂNCIA DAS FONTES DE FINANCIAMENTO NA CRIAÇÃO DE VALOR FINANCEIRO

Neste ponto, pretende-se evidenciar se as fontes de financiamento utilizadas pelas empresas foram determinantes para a evolução da criação de valor financeiro, durante o período de tempo analisado. Para tal, realizaram-se as seguintes etapas de trabalho em cada empresa:

- Calcularam-se os coeficientes de correlação de Pearson entre o valor financeiro criado em cada período e as rubricas que condicionam a sua formação, nomeadamente, os resultados líquidos sem alavancagem financeira, o nível de investimento e o custo de capital;
- Calcularam-se os coeficientes de correlação de Pearson entre o custo do capital anual e as diversas rubricas que lhe dão origem, analisando-se a importância das diferentes variáveis na formação da rentabilidade a exigir, e em sequência, o tipo de fonte de financiamento a utilizar;
- Por último, através do modelo aditivo da rentabilidade dos capitais próprios, resultante da proposição II de Modigliani e Miller, observou-se o tipo de fonte de financiamento a utilizar, tendo em consideração a rentabilidade real gerada para os investidores.

A seguir, apresentam-se as principais conclusões relativamente às empresas estudadas.

### 9.1. AS FONTES DE FINANCIAMENTO E A CRIAÇÃO DE VALOR FINANCEIRO NA NOVABASE

De acordo com o anteriormente referido, começou por se determinar os coeficientes de correlação de Pearson entre o valor financeiro criado periodicamente e as rubricas determinantes para a sua formação.

Tabela 13: Coeficientes de Pearson relativos ao valor criado 2007 - 2013

Anos	Valor criado	RLSAF	Investimento	Custo capital
2007	-6.758	17.478	132.956	24.236
2008	-14.149	7.773	100.553	21.923

2009	-515	15.367	107.612	15.882
2010	2.528	18.198	111.710	16.267
2011	-4.282	6.256	119.746	11.296
2012	1.828	13.558	127.396	12.479
2013	-1.709	13.464	123.138	14.666
2014	-9.616	7.763	115.675	16.326
<b>Coefficiente Pearson</b>		<b>62,51%</b>	<b>31,66%</b>	<b>-58,63%</b>

Pela análise da tabela anterior, constata-se que os RLSAF são a rubrica que mais condiciona a evolução do valor financeiro, apresentando, como seria de esperar, uma relação positiva com a rentabilidade supranormal obtida anualmente. Em simultâneo, verifica-se que o custo do capital é também muito importante para a criação de valor, tendo um coeficiente de Pearson com valores muito semelhante aos dos RLSAF, mas com sinal negativo, o que significa, tal como esperado, que a sua evolução condiciona inversamente o valor criado.

Assim, era importante verificar as rubricas que mais condicionavam periodicamente o custo de capital, ou seja, a rentabilidade esperada pelos investidores para remunerarem os capitais aplicados na atividade.

Tabela 14: Coeficientes de Pearson relativos ao WACC 2007 - 2013

Anos	WACC	Ke	%CP	Kd*t	%P
2007	18,229%	0,1489	0,8612	0,38944	0,1388
2008	21,80%	0,1773	0,88111	0,51981	0,11889
2009	14,76%	0,1368	0,92129	0,27378	0,07871
2010	14,56%	0,1194	0,74083	0,34106	0,11827
2011	9,43%	0,0779	0,85547	0,19158	0,14453
2012	9,80%	0,0783	0,87044	0,22965	0,12978
2013	11,91%	0,1027	0,82634	0,19715	0,17366
2014	14,11%	0,1347	0,85816	0,18007	0,14184
<b>Coefficiente Pearson</b>		<b>97,13%</b>	<b>14,25%</b>	<b>89,43%</b>	<b>-31,57%</b>

Através da observação da tabela anterior, concluímos que as rubricas com maior impacto no custo médio ponderado do capital (WACC) são o custo do capital próprio (Ke) e o custo do capital alheio líquido de poupanças fiscais (Kd\*t).

Para além disso, evidencia-se que, ao contrário do que a teoria financeira tradicional defende, os capitais alheios apresentam um custo superior ao dos capitais próprios e, como tal, de acordo com os valores praticados pela empresa, esta deverá apostar no financiamento, sobretudo, através de capitais próprios, pois ao terem um custo inferior, irão diminuir o custo médio ponderado do capital investido, tendo impacto positivo na criação de valor financeiro por parte da atividade da Novabase.

Finalmente, estudou-se a rentabilidade real criada, através do modelo aditivo da rentabilidade dos capitais próprios (RCP), de modo a ter uma visão sobre o tipo de fonte de financiamento a utilizar, tendo em consideração a capacidade da rentabilidade do negócio para cobrir o custo do financiamento alheio.

Tabela 15: Modelo Aditivo da RCP 2007 - 2013

Rubricas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROIC	13,15%	7,73%	14,28%	16,29%	5,22%	10,64%	10,93%	6,71%
ROIC - Kd	-25,80%	-44,25%	-13,10%	-17,82%	-13,93%	-12,32%	-8,78%	-11,30%
P/CP	16,12%	13,49%	8,54%	13,41%	16,89%	14,91%	21,02%	16,53%

Efeito fiscal	99,43%	86,96%	83,20%	83,90%	71,68%	80,42%	108,10%	84,29%
RCP modelo aditivo	8,99%	1,76%	13,16%	13,90%	2,87%	8,81%	9,09%	4,84%

Ao observar-se os resultados do modelo aditivo da RCP, verifica-se que anualmente a rentabilidade do negócio (ROIC) não tem capacidade para cobrir o custo financeiro do capital alheio (Kd). Nesse sentido, a rentabilidade dos capitais próprios está a ser prejudicada pelo recurso a dívida remunerada para financiar a atividade. Isto é, a maioria da rentabilidade do negócio destina-se a remunerar os parceiros financeiros e não os detentores do capital.

Deste modo, conclui-se mais uma vez que, a estrutura financeira condicionou negativamente a criação de valor e que, a Novabase deveria optar por recorrer mais a capitais próprios em prol de dívida remunerada para financiar a sua atividade.

## 9.2. AS FONTES DE FINANCIAMENTO E A CRIAÇÃO DE VALOR FINANCEIRO NA GLINTT

No caso da Glintt, determinaram-se os seguintes coeficientes de correlação de Pearson entre o valor financeiro criado e os RLSAF, o investimento e o custo do capital.

Tabela 16: Coeficientes de Pearson relativos ao valor criado 2007 - 2013

Anos	Valor criado	RLSAF	Investimento	Custo capital
2007	-7.871	-1.233	78.542	6.638
2008	-15.335	5.509	154.849	20.843
2009	-12.460	3.754	154.444	16.214
2010	-9.675	4.844	164.534	15.151
2011	-8.915	2.457	129.915	9.496
2012	-6.027	3.332	172.781	11.348
2013	-10.941	3.325	172.714	14.262
2014	-14.720	3.775	175.036	18.693
<b>Coefficiente Pearson</b>		<b>-54,98%</b>	<b>-33,93%</b>	<b>-87,36%</b>

Pela análise da tabela anterior, constata-se que o custo do capital é a rubrica que mais condiciona a evolução do valor financeiro, apresentando, como seria de esperar, uma relação negativa com a rentabilidade supranormal obtida anualmente. Para além disso, verifica-se que os RLSAF são a segunda rubrica mais importante para a formação da criação de valor. Porém, ao contrário do esperado, apresentam um coeficiente de correlação de Pearson negativo, o que significa que o seu aumento está associado a uma diminuição do valor criado. Obviamente que, tal é função do seu aumento estar relacionado com aumentos maiores das rubricas que condicionam negativamente a criação de valor, ou seja, o nível do investimento e do custo do capital.

Sendo o custo do capital tão importante para a formação do valor financeiro, verificaram-se as rubricas que mais condicionavam periodicamente a **rentabilidade esperada** pelos investidores para remunerarem os capitais investidos.

Tabela 17: Coeficientes de Pearson relativos ao WACC 2007 - 2013

Anos	WACC	Ke	%CP	Kd*t	%P
2007	8,451%	0,1489	0,81092	-0,19163	0,18908
2008	13,46%	0,1773	0,71464	0,027681	0,28536
2009	10,50%	0,1368	0,73594	0,016298	0,26406
2010	9,21%	0,1194	1,48361	0,025794	0,29179
2011	7,31%	0,0779	0,80009	0,053875	0,19991

2012	6,57%	0,0783	0,68467	0,038273	0,31533
2013	8,26%	0,1027	0,69065	0,037644	0,30935
2014	10,68%	0,1347	0,68947	0,044833	0,31053
<b>Coefficiente Pearson</b>		<b>88,12%</b>	<b>-5,48%</b>	<b>8,47%</b>	<b>20,03%</b>

Através da observação da tabela anterior, concluímos que as rubricas com maior impacto no custo médio ponderado do capital (WACC) são o custo do capital próprio (Ke) e o peso do capital alheio (%P).

Para além disso, evidencia-se que, os capitais alheios apresentam anualmente um custo inferior ao dos capitais próprios e, como tal, a empresa deverá apostar no financiamento, sobretudo, através de capitais alheios, pois ao terem um custo inferior, irão diminuir o custo médio ponderado do capital investido, tendo impacto positivo na criação de valor financeiro por parte da atividade da Glintt

Por último, estudou-se mais uma vez a rentabilidade real criada, através do modelo aditivo da rentabilidade dos capitais próprios (RCP), para se verificar a capacidade da rentabilidade do negócio para cobrir o custo do financiamento alheio e se poder, também, tomar uma decisão sobre o tipo de fonte de financiamento a utilizar.

Tabela 18: Modelo Aditivo da RCP 2007 - 2013

Rubricas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROIC	-1,57%	3,56%	2,43%	2,94%	1,89%	1,93%	1,93%	2,16%
ROIC - Kd	17,59%	0,79%	0,80%	0,36%	-3,50%	-1,90%	-1,84%	-2,33%
P/CP	23,32%	39,93%	35,88%	41,20%	24,99%	46,06%	44,79%	45,04%
Efeito fiscal	-	243,14%	70,26%	65,38%	62,79%	48,95%	60,51%	58,78%
RCP modelo aditivo	2,53%	3,87%	2,72%	3,09%	1,02%	1,05%	1,10%	1,11%

Ao observar-se a tabela anterior, confirma-se que de 2007 a 2010, o negócio é capaz de gerar uma rentabilidade (ROIC) superior ao custo do financiamento (Kd). Contudo, de 2011 em diante, a rentabilidade criada deixa de ser suficiente para fazer face ao custo da dívida remunerada.

Assim, pode-se dizer que os primeiros quatro exercícios confirmam que o financiamento da Glintt deveria assentar no recurso a endividamento, uma vez que a rentabilidade do negócio era superior ao custo da dívida remunerada, o que significava que a maioria da remuneração gerada no negócio destinava-se a gerar valor para os detentores do capital.

Nos anos seguintes, constata-se a situação contrária, ou seja, o financiamento da atividade deveria ser realizado com reforço dos capitais próprios, porque o negócio não foi capaz de gerar rentabilidade suficiente para cobrir o custo do endividamento. Esta conclusão, entra em contradição com a obtida através da análise do WACC, que tem em consideração a rentabilidade esperada e não a efetivamente criada. Tal, sucede porque no modelo do WACC está-se a considerar como rentabilidade exigida pelos proprietários (Ke), a RCP do 3º quartil do setor que, é muito superior à RCP real gerada pela atividade. Caso no WACC fosse tida em conta esta última, verificava-se que o custo do capital próprio era inferior ao da dívida nos últimos 4 anos (2011, 2012, 2013 e 2014), ficando ambos os modelos em sintonia.

Assim, conclui-se que para efeitos de tomada de decisão sobre as fontes de financiamento a utilizar, dever-se-á ter, também, em consideração o modelo aditivo da rentabilidade dos capitais próprios, decorrente da proposição II de Modigliani e Miller, porque permite analisar a escolha sobre o tipo de capitais a reforçar no financiamento da atividade, tendo por base rentabilidade real e não a esperada, que poderá estar sobrevalorizada e levar a decisões menos corretas.

Ao otimizar-se a rentabilidade real também se estará a contribuir para a criação de valor no sentido de atingir-se a rentabilidade exigida.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo principal, estudar o impacto das fontes de financiamento no desempenho financeiro, identificando se a escolha de capitais próprios ou alheios condicionava a capacidade de criação de valor financeiro.

No enquadramento teórico foi possível identificar diferentes autores e perspetivas de avaliação da capacidade da criação de valor financeiro, tendo sido debatidos diferentes indicadores que pretendem medir os excedentes criados face ao custo do capital investido na atividade. Para além disso, foi realizada uma reflexão sobre as diferentes teorias relativas à importância das fontes de financiamento na criação de valor financeiro, tendo-se concluído que, de acordo com a teoria financeira, o custo do capital próprio deverá ser superior face ao do capital alheio, em virtude de que os proprietários assumem mais risco ao investirem na atividade, do que as instituições financeiras. Isto porque, em caso de insolvência os detentores do capital apenas poderão aceder ao património, após serem cobertas todas as obrigações perante terceiros.

No estudo empírico, verificou-se através da caracterização da evolução económica e financeira e da avaliação da criação de valor financeiro, que durante o período analisado o desempenho das empresas não foi o melhor, tendo existido destruição de valor. Para além disso, confirmou-se que as estruturas financeiras tinham condicionado negativamente o custo do capital, uma vez que nem sempre as empresas utilizaram as fontes de financiamento mais adequadas à criação de valor. Por último, evidenciou-se que a decisão de financiamento deve ter, também, em consideração o modelo aditivo da rentabilidade dos capitais próprios, porque este baseia-se na rentabilidade efetivamente criada enquanto o método do custo médio ponderado assenta na rentabilidade esperada e, caso esta esteja, por exemplo, sobrevalorizada face à realidade da empresa, poderá levar à tomada de decisões erradas relativamente à escolha das fontes de financiamento.

Como principal limitação à investigação há a referir, o facto de se ter utilizado a metodologia de estudo de caso, o que torna difícil a generalização dos resultados de investigação encontrados.

Relativamente a linhas de investigação futuras, julga-se que seria importante alargar o estudo a mais empresas, a fim de se poder confirmar de forma mais sustentada as conclusões obtidas no atual trabalho de investigação.

## BIBLIOGRAFIA

- Damodaran, A. (2007): *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and implications*, SSRN Electronic Journal.
- Esperança, J., Matias, F. (2009): *Finanças Empresariais*, 2ª Edição, Texto Editora, Alfragide.
- Freixo, M. (2010), *Metodologia Científica Fundamentos, métodos e técnicas*, 2ª Edição, Instituto Piaget, Lisboa.
- Haugen, R. A., Senbet, L. W. (1988): *Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to Theory of Optimal Capital Structure*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 23(1), p. 27-39.
- Jensen, M. (1986): *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, American Economic Review, vol. 76, nº 2: pag. 323-329.
- Kim, E. H. (1978): *A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity*, The Journal of Finance, vol. 32, n. 1, 45-64.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958): *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*, American Economic Review 3, vol. XLVIII, June, p. 261-297.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1963): *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction by*, American Economic Review, June, p.437-447.
- Neves, J. (2002): *Avaliação de Empresas e Negócios*, McGraw-Hill, Lisboa.
- Neves, J. (2011): *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*, 2ª Edição, Texto Editora, Lisboa.
- Neves, J. (2012): *Análise e Relatório Financeiro - Uma visão integrada de gestão*, 5ª Edição, Texto Editora, Lisboa.
- Rocha, F. e Amaral, H. (2007): *A Explicação da Escolha da Estrutura de Capital por Modelos de Ajuste Parcial: Uma Aplicação no Brasil*, XXXI Encontro da ANPAD.
- Silva, E., Queirós, M. (2010): *Gestão Financeira - Análise de Investimentos*, Vida Económica, Porto.
- Teixeira, N. (2008): *A rentabilidade e a criação de valor*, XIII Encontro AECA, Aveiro.
- Teixeira, N. (2013): *A avaliação do risco e da criação de valor no contexto empresarial*, in Empreendedorismo, Coesão Social e Dinâmicas Empresariais, Caderno da Sociedade e Trabalho nº17, GEP/MSESS
- Teixeira, N., Mata, C., Pardal, P., Teixeira, Ana (2012), *A aplicação da rentabilidade supranormal para a avaliação da criação de valor*, XXIII Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica; Málaga.
- Teixeira, N., Amaro, A. (2013): *Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - um estudo de caso*, Revista Universo Contábil, vol.6, nº4, p. 157 -178.
- Yin, R. (2009): *Applications of Case Study Research*, Sage Publications Ltd.
- Young, S., O'Byrne, S. (2001): *EVA® and Value Based Management*, MacGraw-Hill, New York.