

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

A RELAÇÃO ENTRE O
INVESTIMENTO EM ATIVOS E A
CRIAÇÃO DE VALOR ECONÓMICO
– CASO TAP, S.A.

Realizado por: Fábio Emanuel Gonçalves Saraiva – 20180218

Orientado por: Prof.^a Doutora Marina Antunes

Júri Constituído por: Prof.^a Doutora Maria do Rosário Justino – Presidente

Prof.^a Doutora Alexandra Domingos – Arguente

Prof.^a Doutora Marina Antunes - Vogal

VERSÃO FINAL

Lisboa, abril de 2021

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

A RELAÇÃO ENTRE O
INVESTIMENTO EM ATIVOS E A
CRIAÇÃO DE VALOR ECONÓMICO
– CASO TAP, S.A.

Fábio Emanuel Gonçalves Saraiva – 20180218

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Controlo de Gestão e Avaliação de Desempenho, realizada sob orientação científica da Professora Doutora Marina Antunes. Júri constituído por Prof.^a Doutora Maria do Rosário Justino – Presidente, Prof.^a Doutora Alexandra Domingos – Arguente e Prof.^a Doutora Marina Antunes – Vogal.

Lisboa, abril de 2021

AGRADECIMENTOS

Após concluir mais esta etapa da minha vida, não podia deixar de agradecer a todos aqueles que, com a sua colaboração e empenho, nunca me deixaram desanimar e desistir de concretizar este objetivo, apesar da conjuntura atual ter somado alguma incerteza, desmotivação e ansiedade.

Em primeiro lugar quero lembrar a minha orientadora, a Prof.^a Doutora Marina Antunes, que sempre se mostrou disponível para me ouvir e aconselhar. Com o seu tom calmo e ponderado faz-me manter o foco no essencial.

Não posso deixar de agradecer à minha família que, mesmo com alguma distância, vive estes momentos de uma forma muito intensa e com imensa alegria e orgulho.

Quero agradecer, também, aos meus amigos por toda a ausência e paciência nos momentos em que demonstrei mais ansiedade e irritabilidade.

Este projeto foi desde sempre acompanhado com os meus colegas de trabalho, que sempre demonstraram curiosidade em saber os resultados e conclusões obtidas no estudo desenvolvido, que me motivaram a concluir e que nunca se coibiram em oferecer ajuda.

RESUMO

Com o objetivo de aprofundar os conhecimentos na área da Avaliação da *Performance* Empresarial aplicado a uma empresa real, elaborou-se uma apresentação considerando a contextualização da situação económica, financeira e a criação de valor da empresa Transportes Aéreos Portugueses, S.A. para os anos propostos de 2015, 2016, 2017 e 2018.

Uma das componentes mais importantes do valor de uma empresa são os seus ativos. Devido a uma variedade de distorções contabilísticas, o valor do ativo das empresas acaba por não ser apresentado com a precisão necessária para fins de avaliação da *performance* e criação de valor empresarial.

Apesar da existência de diversas métricas contabilísticas tradicionais, considerou-se relevante aplicar os dados reais divulgados pela empresa às seguintes métricas de criação de valor: EVA (*Economic Value Added*), o CVA (*Cash Value Added*) e o CFROI (*Cash Flow Return on Investment*).

Dada a relevância dos seus ativos e tendo em conta os resultados obtidos pela empresa nos anos em estudo, procurou-se identificar qual a métrica mais adequada para avaliar o desempenho económico da mesma.

O objetivo global consistiu em verificar se as métricas do valor acrescentam capacidade explicativa na avaliação do desempenho empresarial numa situação de forte investimento em ativos fixos tangíveis e, dessa forma, verificar qual: **A relação entre o investimento em ativos e a criação de valor económico.**

Assim, apresenta-se, de forma mais aprofundada, a temática com vista a concluir qual será a métrica adequada e a aplicar à nova realidade da empresa, de forma a avaliar se existe criação de valor económico.

Conclui-se que, todas as métricas aplicadas indicam que o autofinanciamento, através da consolidação de resultados líquidos positivos, é determinante num processo de forte investimento. Se, por um lado, a valorização dos ativos origina uma melhoria substancial dos indicadores financeiros, por outro, não garante a criação de valor económico.

Palavras – Chave: CFROI; Criação de valor; CVA; EVA; Gestão baseada no valor; *Performance* empresarial.

ABSTRACT

To deepen the knowledge in the area of Business Performance Assessment applied to a real company, it is intended to present and contextualize the economic, financial situation and the creation of value of Transportes Aéreos Portugueses, SA for the proposed years of 2015, 2016, 2017 and 2018.

One of the most important components of a company's value is its assets. Due to a variety of accounting distortions, the companies asset value ends up not being presented with the necessary precision to evaluate performance and create business value.

Despite the existence of several traditional accounting metrics, it was considered relevant to apply the actual data released by the company to the following value creation metrics: EVA (Economic Value Added), CVA (Cash Value Added) and CFROI (Cash Flow Return on Investment).

Given the relevance of its assets and taking into account the results obtained by the company in the years under study, an attempt was made to identify the most appropriate metric to assess its economic performance.

The overall objective was to verify whether the metrics of value add explanatory capacity in the assessment of business performance in a situation of strong investment intangible fixed assets and, thus, to verify which: **The relationship between investment in assets and the creation of economic value.**

The theme is presented in more depth to conclude which will be the appropriate metric and to be applied to the new reality of the company, to assess whether there is creation of economic value.

It's concluded that, all the applied metrics indicate that self-financing, through the consolidation of positive net results, is decisive in a process of strong investment. If, on the one hand, the valuation of assets leads to a substantial improvement in financial indicators, on the other, it does not guarantee the creation of economic value

Key Words: CFROI; Value Added; CVA; EVA; Value Added Management; Business Performance.

Índice

Índice de Tabelas.....	viii
Lista de Siglas.....	ix
1. Introdução.....	1
1.1. Relevância do tema proposto	1
1.2. Objetivo da investigação	2
1.2.1. Objetivos gerais.....	2
1.2.2. Objetivos específicos.....	3
1.3. Estrutura do trabalho.....	3
2. Sistema de gestão baseado no valor	5
2.1. A importância da avaliação da <i>Performance</i> Empresarial	5
2.2. A contabilidade e a Gestão Baseada no Valor	5
2.3. Conceito de Valor.....	6
2.4. Determinantes da criação de valor.....	8
3. Medidas de desempenho baseadas no valor.....	10
3.1. Economic Value Added – EVA.....	10
3.1.1. Vantagens do EVA	11
3.1.2. Desvantagens do EVA	12
3.2. Cash Value Added – CVA	14
3.2.1. Vantagens do CVA	15
3.2.2. Desvantagens do CVA	16
3.3. Cash Flow Return on Investment – CFROI.....	16
3.3.1. Vantagens do CFROI.....	18
3.3.2. Desvantagens do CFROI.....	20
4. Estudo empírico – Caso TAP, S.A.....	21
4.1. A TAP, S.A.....	21

4.2.	Evolução da Atividade do Setor do Transporte Aéreo	23
4.3.	Estratégia Empresarial.....	24
4.3.1.	Principais desenvolvimentos no âmbito do Projeto Estratégico	25
4.4.	Metodologia de investigação.....	29
4.5.	Métodos baseados numa ótica patrimonial	29
4.5.1.	Balanço da TAP, S.A.	30
4.5.2.	Demonstração dos Resultados da TAP, S.A.....	35
4.5.3.	Análise da estrutura das origens e aplicações em valores absolutos.....	38
4.5.4.	Análise da estrutura das origens e aplicações com base nos rácios	39
4.6.	Avaliação da <i>Performance</i> Empresarial.....	39
4.6.1.	Custo da dívida	40
4.6.2.	Custo dos Capitais Próprios	40
4.6.3.	Custo do Capital (WACC)	41
4.6.4.	<i>Return on Investment</i> (ROI)	42
4.7.	Cálculo do EVA da TAP, S.A.	43
4.8.	Cálculo do CVA da TAP, S.A.	45
4.9.	Cálculo do CFROI da TAP, S.A.....	47
5.	Conclusão.....	52
5.1.	Principais conclusões da investigação	52
5.2.	Limitações da investigação.....	54
5.3.	Sugestões para investigações futuras	55
	Referências Bibliográficas	56

Índice de Tabelas

Tabela 4.1 – Composição do Ativo da TAP, S.A.	31
Tabela 4.2 – Composição do Passivo da TAP, S.A.	34
Tabela 4.3 – Demonstração de Resultados da TAP, S.A.	36
Tabela 4.4 – Origens e aplicações em valores absolutos	38
Tabela 4.5 – Origens e aplicações com base nos rácios.....	39
Tabela 4.6 – Rubricas de fonte de Capital	41
Tabela 4.7 – Evolução dos Resultados da TAP, S.A.	43
Tabela 4.8 - 1º Passo do cálculo do EVA.....	44
Tabela 4.9 - 2º Passo do cálculo do EVA.....	44
Tabela 4.10 - 3º Passo do cálculo do EVA	44
Tabela 4.11 - 1º Passo do cálculo do CVA.....	46
Tabela 4.12 - 2º Passo do cálculo do CVA	46
Tabela 4.13 - 1º Passo do cálculo do CFROI.....	47
Tabela 4.14 - 2º Passo do cálculo do CFROI.....	48
Tabela 4.15 - 3º Passo para o cálculo do CFROI	48
Tabela 4.16 - 4º Passo para o cálculo do CFROI	49
Tabela 4.17 - 5º Passo para o cálculo do CFROI	49
Tabela 4.18 - Cálculo do spread CFROI.....	50

Lista de Siglas

ACMI - *Aircraft. Crew. Maintenance. Insurance*

ASK - *Available seat kilometer*

CAPM - *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de equilíbrio dos ativos financeiros)

CFROI - *Cash Flow Return on Investment*

CVA - *Cash Value Added*

DF - Demonstrações financeiras

DOAF - Demonstração das origens e aplicações de fundos

DR - Demonstração dos resultados

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*

EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EVA - *Economic Value Added*

FCO - Fluxos de caixa operacionais

FM - Fundo de maneiio

GBV - Gestão Baseada no Valor

IAS - *International Accounting Standards*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

MB - Margem bruta

MLLr - Meios libertos líquidos retidos

NCE - Necessidades cíclicas exploração

NCRF - Norma contabilística e de relato financeiro

NFM - Necessidades de fundo de maneiio

NPS - *Net Promoter Score*

OANC - Outros ativos não correntes

OCF - *Operating Cash Flow*

RAI - Resultado antes impostos

RAJI - Resultado antes de juros e impostos

RCE - Recursos cíclicos exploração

Rf - Taxa de Juro sem Risco

RL - Resultado líquido

Rm - Prémio de Risco do Mercado

ROI - *Return On Investment*

RPK – *Revenue passenger kilometer*

SNC - Sistema de normalização contabilística

TAP - Transportes Aéreos Portugueses

TIR - Taxa Interna de Rendibilidade

USD - *United States Dollar*

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

1. Introdução

O investimento na substituição e ampliação de uma frota aérea é algo que impacta, consideravelmente, nos resultados e na perspectiva futura de uma companhia aérea e, por esse motivo, torna-se interessante perceber que métrica será mais adequada para avaliar a *performance* empresarial, de uma empresa real, neste contexto.

A partir desta motivação considerou-se relevante estudar o impacto da estratégia delineada pela TAP, S.A. no valor económico gerado, para além de tentar obter algumas conclusões em relação ao que poderá contribuir para a criação ou destruição de valor numa empresa que está numa trajetória particular – forte investimento.

1.1. Relevância do tema proposto

Antes de se realizar qualquer análise ao desempenho económico e financeiros de uma empresa é importante efetuar o levantamento dos principais acontecimentos que ocorreram nos anos em estudo. Assim, através da leitura dos relatórios e contas dos anos de 2015, 2016, 2017 e 2018, foram evidenciadas as principais decisões de gestão, do ponto de vista da estrutura, do ponto de vista financeiro e do ponto de vista operacional, assim como os efeitos macroeconómicos que impactaram nos resultados dos exercícios em análise, e que fundamentam, em parte, a escolha dos mesmos para este caso de estudo.

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

Para Fernandes (2016) os instrumentos de análise são muito diversificados e não existe consenso sobre qual o conjunto mais adequado para cada situação. Enfatiza-se a necessidade de comparação dos indicadores com o setor ou empresas de referência, cabendo ao analista optar por aqueles que considera mais adequados, tendo em consideração o setor de atividade, dimensão da empresa e outros elementos característicos que careçam de abordagens específicas, contudo, dada a especificidade do sector, foi elaborado um estudo comparativo entre três métrica de gestão baseada no valor, com principal foco nos ativos da empresa, uma vez que através da entrada de capital privado e conseqüente financiamento e acesso a condições particulares de negociação junto de credores, a TAP entrou num novo dinamismo económico e financeiro, e como tal torna-se premente a avaliação do valor que este novo dinamismo trouxe para a empresa e para os seus acionistas.

1.2. Objetivo da investigação

A definição do tema proposto parte de uma motivação pessoal, por ter algum conhecimento sobre o setor e pretender aprofundar o conhecimento transmitido em aula, aplicando-o a um caso real. Neste sentido, pretende-se compreender qual a relação entre o investimento em ativos e a criação de valor económico utilizando os dados reais recolhidos dos relatórios e contas da TAP, S.A.

1.2.1. Objetivos gerais

As métricas tradicionais, com base nas demonstrações financeiras, têm sido a metodologia privilegiada para avaliar a *performance* empresarial. No entanto, as suas fragilidades podem provocar diversos enviesamentos. Existe, por esse motivo, um afastamento significativo entre a realidade contabilística e económica, o qual importa ultrapassar.

A criação de valor para o acionista passou a ser o objetivo supremo das empresas, ou seja, a gestão baseada no valor, alicerçada em três pilares fundamentais: criação de valor, avaliação e recompensa.

Para isso, propôs-se desenvolver um estudo empírico, com base nos dados constantes dos relatórios e contas de 2015, 2016, 2017 e 2018 divulgados pela empresa. O objetivo da investigação pretende aferir, comparativamente, o poder explicativo de ambos os modelos.

Para tal, pretende-se fazer um estudo exaustivo de três métricas consideradas como relevantes para a avaliação da *performance* empresarial: EVA (*Economic Value Added*), o CVA (*Cash Value Added*) e o CFROI (*Cash Flow Return on Investment*), a fim de testar qual a solução que melhor retrata a realidade atual da TAP.

Apresentar-se-á os conteúdos apoiados em esquemas, exemplos e indicadores que pretendem contribuir para a definição de aspetos como as fontes relevantes de informação contabilística e extra-contabilística, os ajustamentos necessários para obtenção de instrumentos de análise financeira e identificar, caracterizar e interrelacionar os principais indicadores económico-financeiros e de criação de valor.

O objetivo global consiste em verificar se as métricas do valor acrescentam capacidade explicativa na avaliação do desempenho empresarial numa situação de forte investimento em

ativos fixos tangíveis e, dessa forma, verificar qual: **A relação entre o investimento em ativos e a criação de valor económico.**

1.2.2. Objetivos específicos

Dada a especificidade e complexidade do setor, foi elaborado um estudo comparativo sobre duas fases distintas: (i) uma em que a empresa inicia o seu plano de investimentos, motivado pela entrada de capital privado e consequente financiamento e acesso a condições particulares de negociação junto de credores; (ii) outra, e mais recente, com a obtenção de resultados negativos, onde se pretende atestar como é que os mesmos impactam na avaliação do valor que este novo dinamismo trouxe para a empresa e para os seus acionistas.

O estudo empírico apresentará a metodologia e as variáveis explicativas dos modelos com a respetiva forma de cálculo e os pressupostos assumidos, e, por fim, os modelos explicativos da rendibilidade e *performance* da empresa.

O objetivo específico deste estudo não passa por solucionar eventuais problemas, mas tentar demonstrar que se estas métricas estiverem perfeitamente enquadradas numa estratégia adequada, representam, certamente, uma mais-valia importante na obtenção do sucesso: **identificar claramente quais os determinantes do valor e agir sobre eles, a fim de obter a maximização do valor para o acionista.**

1.3. Estrutura do trabalho

O trabalho foi desenvolvido em cinco grandes capítulos, sendo que nos dois primeiros é feita a contextualização do tema assim como definidos os conceitos subjacentes à Gestão Baseada no Valor, tais como o conceito de valor e seus determinantes.

No terceiro capítulo são detalhadas as noções teóricas das medidas de desempenho baseados no valor utilizadas como objeto de estudo, assim como as vantagens e desvantagens elencadas pelos diversos autores.

A partir do quarto capítulo são apresentadas as demonstrações financeiras a TAP, S.A. e a respetivas análise à composição do seu ativo e passivo, assim como das rubricas de rendimentos e ganhos e perdas e gastos operacionais, tidos como mais relevantes na estrutura das demonstrações financeiras da empresa.

No quinto capítulo transcreve a aplicação prática dos conceitos teóricos, através da formulação de várias tabelas que ilustram as demonstrações financeiras da empresa e a elaboração dos cálculos que fundamentam as variantes em estudo. Consta, neste ponto, a análise às medidas de desempenho com uma abordagem mais incisiva à componente dos ativos fixos tangíveis da empresa assim como o seu contributo e a rentabilidade subjacente.

Por último, no sexto capítulo, é efetuada a análise crítica aos resultados obtidos correlacionando todos os valores obtidos nas várias métricas.

Espera-se desta forma contribuir para que se desenvolvam, através de fundamentação teórica e com foco numa abordagem mais incisiva sobre os ativos da empresa, competências que permitam identificar e potenciar o equilíbrio estrutural, quer no curto, quer no médio prazo, seguir as políticas de gestão corrente, aumentar a rentabilidade e o valor, atuando nas áreas críticas, diminuindo o risco, nas suas várias vertentes e decidir sobre políticas de crescimento do negócio e seu financiamento.

2. Sistema de gestão baseado no valor

2.1. A importância da avaliação da *Performance* Empresarial

Todos os sistemas de gestão baseada no valor (GBV) procuram alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas, logo, a *performance* empresarial deverá ser devidamente avaliada.

Uma avaliação sistemática da *performance* possibilita às empresas acompanharem os seus processos, produtos e serviços e a direcionarem esforços para as dimensões que considerem mais relevantes para os seus negócios, tais como os aspetos financeiros, operacionais e ambientais. As dimensões que as empresas considerarem mais importantes servirão como base para a definição das métricas de desempenho, caracterizando o sistema de avaliação de *performance*.

A adoção de um plano estratégico bem formulado representa um dos fatores fundamentais para que as organizações enfrentem a complexidade do ambiente empresarial, mas não é a única condição suficiente para o seu crescimento. Alguns autores chamam à atenção para o facto de o processo de implementação de estratégias falhar em muitas empresas, exatamente pela fragilidade, ou mesmo, pela inexistência de sistemas eficazes de avaliação de *performance*.

2.2. A contabilidade e a Gestão Baseada no Valor

Até meados dos anos 80, a prática mais comum para se avaliar o valor de uma empresa era através do recurso aos seus valores históricos ou patrimoniais.

No entanto, não constituía um instrumento de decisão financeira, dado que os valores contabilísticos não refletem o valor de mercado dos ativos e dos passivos considerados, nem as expectativas de evolução futura.

Logo, os resultados e os tradicionais indicadores contabilísticos utilizados para avaliar o desempenho económico das empresas não conseguem apurar, se se está a criar ou a destruir valor, dado que não têm capacidade de mitigar o impacto de algumas questões, como: (i) os resultados contabilísticos não são equivalentes ao *cash flow* e o importante para a gestão baseada na criação de valor para o acionista é o *cash flow*; (ii) não refletem o risco, informando-nos apenas do que aconteceu e não do que poderá vir a acontecer. O risco é a principal determinante do

valor; (iii) os elementos revelados pela contabilidade incluem apenas o custo do capital alheio, sobreavaliando assim o valor criado no período pois não tem em conta o custo do capital próprio; (iv) os resultados podem ser influenciados pela adoção de critérios contabilísticos que podem variar de empresa para empresa.

Existem algumas razões que justificam a incapacidade dos modelos tradicionais, tendo em conta que ignoram o valor temporal do dinheiro, excluem diversas necessidades de investimento e a diversidade de métodos contabilísticos que podem ser empregues.

Para além destas insuficiências, alguns autores defendem que esta procura de novos mecanismos de avaliação de desempenho reside no facto dos modelos tradicionais estarem excessivamente apoiados em dados históricos oriundos da contabilidade e não considerarem a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos sócios.

2.3. Conceito de Valor

Existem inúmeros conceitos de valor que podemos associar a uma empresa, seja, o valor para o acionista, o valor da empresa, o valor contabilístico, o valor de mercado ou o valor de aquisição. Para Ferreira (2002, p. 23), o conceito de valor «[a]inda é vago para um grande número de decisores, não só quanto ao seu significado, mas ainda quanto à forma da sua avaliação. Começou por ser utilizado para esclarecer os desempenhos do passado, mas é ainda pouco apresentado em termos de objetivos.»

Na GBV quando se fala em “valor”, refere-se ao valor da empresa em geral, isto é, ao valor económico e ao valor para o acionista, em particular. Porter (1985) introduziu o conceito de cadeia de valor com o objetivo de identificar as atividades físicas ou tecnológicas de forma a originar um produto valioso para o mercado. O valor da empresa é determinado pelos *cash flows* que se estimam que sejam gerados, sendo estes caracterizados pela incerteza quanto aos montantes e aos momentos em que os mesmos ocorrem. Para Damodaran (2004, p. 643), o valor de uma empresa «é o valor presente dos fluxos de caixa esperados tanto dos ativos já instalados quanto do crescimento futuro, descontados ao custo do capital.». Uma empresa cria valor económico sempre que a taxa de retorno do capital investido exceda o custo do capital.

Através da utilização dos fluxos de tesouraria atualizados, o valor de um negócio é igual ao valor atual dos fluxos de tesouraria esperados que serão gerados e é função de três variáveis:

- *Cash flows* gerados (quantitativo);
- Quando são gerados (tempo);

- Incertezas associadas aos *cash flows* gerados (qualitativo).

Este método inclui as três variáveis acima descritas e calcula o valor como sendo o valor atual dos *cash flows* futuros, aplicando à avaliação de empresas a metodologia de análise e seleção de projetos de investimento, com base nos fluxos de caixa futuros e esperados, nos graus de risco operacional e financeiro e no custo do capital.

As oportunidades têm de ser reconhecidas, aproveitadas e enquadradas numa estratégia de negócio bem delineada.

Atualmente, uma das principais características das empresas prende-se com o facto de a gestão ser independente do corpo acionista, o que desde logo cria um conflito de interesses entre a gestão e os donos do capital, conforme refere Rappaport (1998). O problema da agência surge, em grande parte, e segundo Brealey, Myers e Allen (2007), devido ao facto de as decisões de investimento de capital serem processos altamente descentralizados, o que naturalmente potencia os problemas de agência, pois cada nível hierárquico pode ser afetado por múltiplos fatores, que vão condicionar a sua decisão. Em vez de a decisão favorecer o interesse geral da entidade, ela pode inversamente ser tomada em defesa dos interesses particulares dos intervenientes, sendo este um risco sério a que as empresas estão sujeitas. De acordo com Brealey *et al.* (2007, p. 321) «Os problemas de agência são mitigados com uma combinação de monitorização e de incentivos.».

Koller (1994) refere ainda que, nos últimos anos, as empresas têm adotado diferentes políticas de gestão e formas de encarar os problemas e desafios, como meio de melhorar a *performance* da organização.

Para alguns autores, a melhor definição de gestão baseada no valor pressupõe que o valor da empresa é determinado pelos *cash-flows* futuros, devidamente descontados. Nesta perspetiva, e conforme referido anteriormente, existe criação de valor quando as empresas investem os seus fundos com taxas de retorno superiores ao custo do capital.

De uma forma sistematizada, Arnold e Davies (2000) definem a gestão baseada no valor como um sistema de gestão em que o principal e fundamental objetivo é a maximização do valor para o acionista, numa perspetiva de longo prazo. Assim, toda a estratégia, sistemas, processos, técnicas de análise, cultura empresarial e medidas de desempenho e *performance* estão condicionados ao objetivo fundamental: a maximização do valor para o acionista.

Estes autores definem três elementos críticos que distinguem um sistema de GBV: (i) considerando que a criação de valor no longo prazo é o guia e o valor supremo da organização;

(ii) que todos os fundos aplicados em investimentos em linhas de produtos, unidades de negócios estratégicas ou na empresa globalmente entendida terão de ser rigorosamente quantificados, defendendo que a criação de valor está condicionada ao facto de a taxa de retorno dos capitais investidos ter de ser obrigatoriamente superior ao custo de oportunidade do capital;

(iii) as métricas utilizadas para aferir a *performance* dos investimentos deverão não só informar, mas também funcionar como um elemento catalisador e motivador da equipa de gestão, na procura incessante e contínua da maximização do valor para o acionista.

2.4. Determinantes da criação de valor

Neves (2011) introduziu um novo conceito relacionado com o horizonte temporal da criação de valor. Nesta perspetiva, e ao contrário de Rappaport, considera que os fluxos de caixa devem ser estimados ano a ano, até que atinjam uma velocidade de cruzeiro. Rappaport (1998), ao contrário, defende que a previsão deve ser efetuada para o número de anos, em que seja sustentável manter as vantagens competitivas. Segundo Neves (2011), as principais variáveis geradoras do valor são:

- Taxa de crescimento do volume de negócios;
- Margem de contribuição em percentagem do volume de negócios;
- Custos fixos: independentes do volume de negócios;
- Grau de intensidade capitalística, relação entre o investimento em ativos fixos e fundo de manuseio, e o volume de negócios;
- Custo do capital, resultado das condições de mercado e o risco financeiro e económico da empresa;
- Estrutura de capital, resultante do tipo e volume de financiamento adotados.

Para Neves (2011), as decisões da gestão, que implicam criação de valor, subdividem-se em três domínios principais:

- Decisões operacionais: respeitam à gestão corrente;
- Decisões de investimento: respeitam a compras ou alienações de ativos fixos, investimentos financeiros e imobiliários;
- Decisões de financiamento: respeitam a operações de capital e ao financiamento de curto prazo.

Neves (2011) conclui que uma decisão determina a criação de valor para o acionista, desde que tenha, no mínimo, uma das seguintes consequências:

- Aumento dos *cash flows* de curto e/ou longo prazo, gerados pelos ativos;
- Aumento das expectativas de crescimento futuro dos resultados;
- Tornar maior o período de crescimento supranormal;
- Redução do custo do capital.

Segundo Koller (1994), uma parte crucial da gestão baseada no valor é o conhecimento das variáveis que influenciam diretamente o valor da empresa, os denominados *key value drivers*. O seu conhecimento é fundamental, pois as organizações não conseguem agir de forma direta sobre o valor, mas apenas atuar sobre os fatores que influenciam a criação de valor, como a satisfação dos clientes, custos, investimentos, entre outros. É ainda através dos *value drivers* que a gestão de topo consegue compreender a organização como um todo e, dessa forma, estabelecer o objetivo a cumprir pela empresa.

3. Medidas de desempenho baseadas no valor

3.1. Economic Value Added – EVA

O EVA é, segundo Ferreira (2002, p. 208), «um conceito perfeitamente articulado com a nova teoria financeira, onde o valor de uma empresa é equivalente ao somatório atualizado dos fluxos de fundos para os acionistas e para os credores». Surgiu de pequenas alterações que foram efetuadas a um conceito muito antigo, e perfeitamente conhecido, o resultado residual. No entanto, esta posição não é unânime, pois Neves (2011) afirma que não está de acordo com os autores que defendem que a diferença entre o EVA e o resultado residual resulta apenas de uma série de ajustamentos aos dados contabilísticos. O autor sustenta que já Solomon (1965) e Anthony *et al.* (1965) defendiam que o capital investido, utilizado no cálculo do resultado residual, podia ser obtido de múltiplas formas, tais como os dados contabilísticos históricos, dados contabilísticos ajustados, custo de reposição e os preços de mercado.

Os economistas sabem, desde há muito, que investimento, para criar valor, tem de obter uma rentabilidade superior ao custo do capital aplicado. De acordo com Biddle, B Owen e Wallace, (1999) e Neves (2011), já Hamilton, em 1777, se debruçou sobre esta temática, e mais tarde, em 1890, também Marshall aprofundou estes estudos. Tudo isto indica que esta problemática já é discutida e objeto de investigação há algum tempo.

Na década de sessenta, houve referências de distintos académicos, como Antony (1965), que, de acordo com Neves (2011, p. 90), «apresenta as vantagens do resultado residual como forma de avaliação da *performance*, numa ótica de criação de valor e em alinhamento com o valor atual líquido, para além de diversos artigos publicados nessa época na Harvard Business Review.»

Contudo, na década de oitenta, surgiu, segundo Neves (2003, p. 39), «uma corrente no sentido da gestão se dever preocupar com a criação de valor para os acionistas.». O líder desse novo movimento foi Alfred Rappaport que, com a publicação de um artigo na Harvard Business *Performance*, em 1986, e posteriormente com o livro *Creating a Shareholder Value*, também no mesmo ano, deu um contributo substantivo para relançar esta abordagem da avaliação do desempenho das organizações.

Em Portugal, e segundo Neves (2011), já em 1986/87, o grupo Sonae, nas suas áreas da indústria e distribuição, havia implantado, com a sua colaboração como consultor, o conceito de resultado residual.

No entanto, embora o conceito estivesse sempre presente, quer na literatura, quer com aplicações diretas em organizações empresariais, Neves (2011, p. 90) enfatiza que «foi quase ignorado pelos gestores até aos anos 90, altura em que é renomeado para EVA pela *Stern Stewart & Co.*». É neste momento em que, fruto de uma poderosa e eficaz campanha de marketing por parte desta consultora, ganha notoriedade e importância a marca registada EVA, aproveitando, obviamente, as condições favoráveis que se haviam criado, no que respeita à crescente importância concedida à criação de valor para os acionistas. Neves (2011, p. 91) refere, ainda, como contributos substantivos, «as críticas que Rappaport fez aos métodos convencionais de análise do desempenho através de rácios financeiros levou a que os gestores e os analistas do mercado aderissem a métricas que procuravam captar melhor a noção de valor económico criado.»

O EVA é uma medida do lucro económico que se obtém subtraindo o custo do capital aos resultados operacionais líquidos de impostos.

O EVA pode basicamente ser calculado de duas formas:

Numa ótica operacional, onde aos resultados operacionais líquidos é abatida a carga de capital.

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CI}), \quad (3.1)$$

Em que:

NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes*

WACC – *Weighted Average cost of Capital*

CI – Capital Investido

Ou, em alternativa, pondo em evidência a diferença entre o ROI e o WACC, o chamado *EVA spread*.

$$\text{EVA} = ((\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{CI}), \quad (3.2)$$

3.1.1. Vantagens do EVA

Segundo Young e O’Byrne (2003), uma medida de desempenho eficaz tem de representar fluxos e não *stocks*, de forma a permitir avaliações por período. Têm de promover a criação de riqueza para o acionista e devem permitir calcular ao nível divisional. Para estes autores, o EVA responde afirmativamente a estas restrições.

Baseados nas expressões anteriores, Martin e Petty. (2000) afirmam que uma empresa cria valor quando aumenta a taxa de retorno do capital investido, “provocando” com isso um aumento

dos resultados operacionais sem sacrifício de mais capital, investe em projetos cujas taxas de retorno são superiores ao custo de obtenção de novo capital e desinveste em projetos ou negócios cujas taxas de retorno são inferiores ao custo do capital.

A *Stern Stewart & Co* define quatro vantagens fundamentais com a utilização do EVA, tais como: (i) baseia-se numa nova abordagem, capaz de medir o retorno do capital investido e remover as distorções provocadas pelas práticas contabilísticas; (ii) fornece um critério capaz de avaliar as decisões da empresa no plano operacional e estratégico; (iii) combinado com um plano de bónus adequado, alinha os interesses dos gestores com os acionistas; (iv) como um sistema global pode mudar a cultura da empresa, possibilitando a comunicação e cooperação, todos são importantes e vitais para êxito.

Para além das vantagens acima referidas, o EVA apresenta ainda outras, nomeadamente, a facilidade de compreensão por parte dos gestores o facto de ser um valor absoluto, ao invés de um valor relativo, como outras métricas, permitindo assim, identificar a contribuição absoluta de cada centro de investimento para o resultado da organização e o comum uso desta métrica como forma de cálculo de objetivos e fixação de prémios e outros incentivos, devido à sua maior objetividade, possibilitando o alinhamento entre os objetivos dos gestores e dos acionistas.

Para Ferreira (2002), uma das principais qualidades do EVA é poder ser aplicado à análise de uma organização por inteira ou a departamentos, isoladamente. Segundo o mesmo autor, permite ainda alinhar os interesses dos gestores com os acionistas, incentivando-os a atuar como detentores do capital.

3.1.2. Desvantagens do EVA

No entanto, o EVA também tem os seus problemas e fragilidades. Ferreira (2002) destaca a sua fraca correlação com o valor acionista. De acordo com Olsen (1996) e Ferreira (2002), o EVA provoca três distorções relevantes nas decisões da gestão, a saber: (i) enviesamentos em novos investimentos ou aquisições, a exemplo do que ocorre com medidas contabilísticas tradicionais; no início dos projetos, o EVA está fortemente subavaliado, ocorrendo o oposto na fase final; (ii) nos períodos em que o EVA assume valores superiores, existe o risco de uma distribuição de resultados exagerada, a que correspondem baixos níveis de autofinanciamento; neste cenário, a empresa pode estar a distribuir o que já não tem, pondo em risco o seu futuro; (iii) as empresas ou negócios de maior dimensão, ainda que com resultados moderados ou relativamente modestos, têm normalmente um EVA superior aos pequenos negócios muito mais rentáveis.

Os ganhos (*earnings*) obtidos através da demonstração de resultados contabilísticos são obtidos ao abrigo do princípio do acréscimo, têm, por isso, os mesmos ganhos e perdas não realizados. Os lucros operacionais constituem o próximo nível, em que é abatido o gasto fiscal. No nível seguinte, é considerada a carga do capital investido e, conforme referem Martin e Petty (2000), não apenas para o capital alheio (dívida), mas também para o custo do capital próprio, ou seja, deve consagrar o custo médio do capital (WACC). Finalmente aparece o EVA, em que, através de diversos ajustamentos, se tenta ultrapassar os enviesamentos e distorções cometidos, em virtude da aplicação dos princípios contabilísticos geralmente aceites. Ou seja, o cálculo do EVA exige que tenhamos conhecimento de três fatores fundamentais, a taxa de retorno dos investimentos, o custo do capital aplicado no investimento e finalmente o montante investido. São precisamente estes ajustamentos que vão permitir passar do desempenho meramente contabilístico à *performance* económica, ou seja, uma tentativa de captar o verdadeiro valor da empresa, através do EVA.

Segundo Neves (2011), a *Stern Stewart & Co.* catalogou, nas normas contabilísticas, aproximadamente 160 regras, que, em sua opinião, induzem desvios na avaliação da verdadeira *performance* económico-financeira e não permitem obter os dados necessários para o cálculo do EVA. No entanto, é preciso ponderar e avaliar o binómio custo-benefício, no sentido de aferir se é interessante efetuar ou não um determinado ajustamento. Para Neves (2011) o problema para os gestores e analistas coloca-se no sentido de saber em que medida os ajustamentos propostos produzem resultados significativamente diferentes de valores não ajustados, se os ajustamentos produzem uma outra interpretação sobre a evolução da empresa e se os ajustamentos implicam diferentes comportamentos dos gestores que, em conjunto, melhorem a *performance* da empresa.

De acordo com Neves (2011, p. 92) «certamente que para a maioria das empresas o resultado dos ajustamentos não é muito relevante, mas haverá, obviamente exceções». Conforme refere Neves (2011), até o próprio Stewart (1994) prefere, em certas circunstâncias, utilizar o ativo contabilístico e fazer depois uma avaliação relativa à criação ou não de valor nos períodos subsequentes, não estando, por isso, muito preocupado com o valor absoluto do investimento. No entanto, e talvez de uma forma mais equilibrada, Martin e Petty (2000) afirmam que normalmente são efetuados entre 10 e 15 ajustamentos.

Martin e Petty (2000) sublinham que a decisão de efetuar ou não um ajustamento é fundamentalmente uma questão de bom senso. Para *Stern Stewart & Co.*, os ajustamentos apenas devem ser efetuados quando o ajustamento é material, a informação está disponível a um custo

razoável, o ajustamento é compreendido pelos empregados que vão usar o EVA, o ajustamento pode ser comunicado ao mercado e quando o ajustamento é passível de ser replicado.

Um dos problemas mais graves que podem surgir, em virtude dos enviesamentos do EVA, é, segundo Ferreira (2002, p. 247), poderem «levar os gestores, que são avaliados com base no EVA, a evitarem a modernização dos equipamentos e das instalações para não apresentarem valores mais baixos mesmo que haja crescimento.».

Existem ainda outras desvantagens do EVA, uma vez que este não possibilita a comparação entre unidades de investimento com dimensões diferentes, medindo apenas o lucro de curto prazo e não considera fatores como a qualidade, o tempo e os serviços prestados ao cliente, ignorando, também, o pagamento de dividendos e os ajustamentos necessários ao NOPAT, de forma a adaptar o EVA à tradicional contabilidade, aproximando-a de uma contabilidade que apresente valor económico.

Para Young e O'Byrne (2003), estes ajustes são necessários para alcançar uma maior correlação entre as medidas de curto prazo e a distribuição dos custos.

Pode-se dar como exemplos destes ajustamentos o *Goodwill*, uma vez que baixam o capital investido e diminuem o resultado operacional, as operações de leasing operacional porque subavaliam o resultado operacional e encobrem dívida e as despesas de investigação e desenvolvimento porque quando contabilizadas como gastos diminuem o capital investido.

Embora o EVA determine o valor criado ou destruído num dado período, este não faz referência às expectativas futuras, não tendo assim em consideração a parte de valor criado que se irá materializar no futuro. Esta é uma das maiores limitações do EVA.

3.2. Cash Value Added – CVA

O conceito de *Cash Value Added* (CVA) foi, entre outros, introduzido pela empresa *Boston Consulting Group* (BCG). O principal objetivo era ultrapassar os problemas do EVA, enquanto medida de criação de valor. A grande inovação do CVA, relativamente ao EVA, foi considerar os ativos pelo seu valor bruto e não pelo valor líquido contabilístico. Por este facto, o CVA tende a evitar os enviesamentos provocados pelos novos investimentos, na metodologia do EVA.

O CVA pretende, no seu cálculo, incluir apenas rubricas de *cash*. Nesta medida, parte do EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortization*) e efetua um ajustamento, com o objetivo de retirar as denominadas *non cash charges*, tais como a variação do fundo de manei

necessário, e assim obter o OCF (*Operating Cash Flow Demand*). O conceito de OCF é vital para o cálculo do CVA, pois representa o *cash flow* mínimo que os investidores exigem para remunerarem conveniente o seu investimento. Podemos até afirmar que estabelece um limite mínimo aceitável, abaixo do qual não é possível operar.

O CVA surge então como uma métrica capaz de constituir uma ferramenta eficaz para verificar se o *cash flow* gerado está acima ou abaixo do *cash flow* mínimo exigido pelos investidores, ao qual corresponde uma rentabilidade que cobre os custos de capital. Em oposição a outros indicadores, no CVA o custo de oportunidade do capital corresponde a valor absoluto, numa lógica de cash e não a uma percentagem, como é habitual noutras métricas.

Em termos formais, o CVA é equivalente ao Resultado Operacional após impostos, adicionado das amortizações contabilísticas (Am) e deduzido das amortizações económicas (AE) e do custo do capital investido. A equação terá a seguinte apresentação:

$$\text{CVA} = \text{NOPAT} + \text{Am} - \text{AE} - \text{CI} \times \text{WACC}, (3.3)$$

Em que:

NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes*

Am – Amortizações contabilísticas

AE- Amortizações económicas

CI – Capital inicial

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

Embora o comportamento do CVA relativamente ao EVA seja, em termos anuais, diferente, o valor acumulado no fim do investimento é idêntico. Ou seja, o valor atual de um projeto de investimento avaliado pelo CVA ou pelo EVA é igual. O desfasamento dos resultados anuais resulta principalmente do facto do EVA considerar, no cálculo do custo do capital, o valor líquido dos investimentos, o que, na maturidade dos investimentos, propícia altos valores do EVA, e, inversamente, no seu início, apresenta resultados muito mais baixos.

3.2.1. Vantagens do CVA

O modelo CVA ao ser introduzido para substituir os enviesamentos presentes no modelo EVA, permitiu ultrapassar a distorção do efeito das depreciações, que provocavam aumentos do valor do EVA, induzindo em erro a criação de valor por esse modelo. O CVA para determinar o custo do capital utiliza o método CAPM, fazendo uma aproximação mais realista na medida em

que utiliza uma base de dados histórica da empresa, facilitando a determinação do custo do capital em empresas não cotadas. Fernandes (2002, p. 49) entende que o método CVA «concilia, em simultâneo, a parte económica com a parte financeira, enquanto o EVA, tem apenas em linha de conta a parte económica da empresa». Neves (2011, p. 121) afirma que «embora sem fundamento muito científico o CVA é o que apresenta melhores níveis de correlação com as cotações e com a rentabilidade das ações no mercado de capitais».

3.2.2. Desvantagens do CVA

Pode-se considerar como desvantagem, o facto do CVA não considerar as depreciações no cálculo do lucro.

O CVA elimina os acréscimos (*accruals*) contabilísticos. Embora a anulação dos acréscimos produza um número mais próximo dos fluxos correntes de caixa, este torna-se um problema. Segundo Young e O’Byrne (2003) este problema advém do facto de poder também remover do lucro, informações que os mercados de capitais julguem ser úteis para a previsão dos lucros e fluxos de caixa.

Fernández (2001) considera que o método CVA tem pouca relação com a criação de valor para os acionistas, uma vez que a sua utilidade se encontra na avaliação de empresas.

Ferreira (2002) considera que tanto o EVA como CVA apresentam como deficiência, o facto de ignorarem os *cash flows* produzidos pelo negócio, apesar de considerarem que são indicadores com vantagem sobre os tradicionais.

3.3. Cash Flow Return on Investment – CFROI

O *Cash Flow Return on Investment* é uma métrica do valor, criada e desenvolvida conjuntamente pelo *Boston Consulting Group* e pela *Holt Value Associates*, empresas de consultoria sediadas em Boston e Chicago, respetivamente. Esta metodologia foi criada com o objetivo de se constituir num instrumento de análise de criação de valor, com um âmbito de aplicação na avaliação das estratégias seguidas pelas empresas e da forma como aplica os recursos disponíveis, numa ótica de longo prazo.

Conforme refere Ferreira (2002), a sua origem está no conceito e no pressuposto fundamental de que a avaliação que o mercado faz das empresas cotadas é concretizada com base nos *cash flows* e não métricas contabilísticas tradicionais, que são incapazes de captar convenientemente

o desempenho económico, estando, por isso, a *performance* contabilista a grande distância da económica.

Segundo Ferreira (2002), a profusão de alterações das convenções contabilísticas, aliadas à flutuação da taxa de inflação, introduziram demasiadas alterações nas demonstrações financeiras, diminuindo assim a sua comparabilidade e utilidade.

Segundo Martin e Petty. (2000), o *Boston Consulting Group* define CFROI como o fluxo de caixa sustentável que uma empresa gera em um determinado ano como percentagem do valor investido em ativos da empresa e descreve três vantagens deste modelo: (i) converte resultados contabilísticos em *cash flows*; (ii) utiliza o *cash flow* total investido no negócio para originar aqueles *cash flows*, em vez de utilizar os valores contabilísticos depreciados; (iii) reconhece o período de vida útil dos ativos, ou seja, durante o qual irão gerar *cash flows*.

De acordo com Ferreira (2002, p. 254), «o CFROI é um tipo de análise do género ROI, isto é, rendimento ou retorno do investimento», mas com uma diferença substancial relativamente ao sentido tradicional, isto é, têm de ser efetuados ajustamentos para compensar as distorções provocadas quer pela inflação, quer pela metodologia contabilística, nomeadamente, os diferentes períodos de vida útil dos ativos e a sua idade e a multiplicidade de critérios de depreciação dos ativos fixos tangíveis e intangíveis e a valorimetria dos inventários.

Conforme refere Ferreira (2002), o CFROI tem uma perspetiva global e agregada relativamente aos diferentes negócios, que podem coexistir na empresa, e entende esta realidade como se fosse um grande e único projeto. Compara os *cash flows* criados com o capital investido para a sua obtenção, mas com os correspondentes ajustamentos do efeito da taxa de inflação. Importa salientar que os *cash flows* obtidos são líquidos de impostos sobre os lucros e não consideram os gastos financeiros, as depreciações, os leasings operacionais e outros efeitos decorrentes da taxa de inflação.

O cálculo do capital investido é constituído pelo valor de todos os ativos utilizados na empresa, retirando os efeitos da inflação, os leasings operacionais são capitalizados, em vez de serem uma despesa e a inclusão de outros elementos *off balance sheet*.

O CFROI é indiferente à chamada “engenharia financeira”, dado que considera apenas os Resultados Operacionais Brutos, não levando em consideração quem são os seus beneficiários, pois a sua atenção está focada no negócio, ignorando as possíveis manipulações financeiras. Ferreira (2002) menciona a “maquiagem” da Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE)

concretizada, por exemplo, através do aumento do endividamento, que potencia o efeito financeiro de alavanca, o que tem um efeito positivo neste rácio.

3.3.1. Vantagens do CFROI

O CFROI é, de acordo com Ferreira (2002, p. 255), «a medida mais adequada de avaliação do rendimento sobre o investimento (TIR), dado que inclui ainda a vida durante a qual os *cash flows* ajustados são gerados pelos investimentos». Nesta medida, o CFROI é uma TIR que compara com o custo do capital (WACC), corrigido pela inflação. Daqui se obtém o chamado *Spread CFROI*. Quando o CFROI, resultado desta diferença, for positivo, significa que houve criação de valor, caso contrário, existe destruição de valor.

Relativamente à taxa de atualização, o CFROI, contrariamente ao genericamente aceite, rejeita a utilização do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) para o cálculo do custo do capital. O principal motivo desta rejeição reside no facto do prémio de risco, que acresce ao valor da taxa, ter fundamentalmente origem na *performance* passada e não na perspectiva do futuro, e estar associado a uma medida de risco baseada na volatilidade histórica (beta). O modelo CFROI está mais preocupado com o desempenho futuro e, por isso mesmo, não aceita uma taxa de desconto que seja de origem retrospectiva.

No modelo CFROI, desenvolvido pela *Holt Value Associates*, a taxa de desconto resulta de dois fatores principais, a taxa de mercado e um diferencial de risco específico de cada empresa. A taxa de mercado resulta da incorporação de diversos elementos previsionais a um conjunto de empresas, cujos valores de mercado são conhecidos. Neste sentido, é uma taxa com um elevado conteúdo prospetivo, a exemplo das *yield to maturity* das obrigações, calculadas com base nos fluxos previstos de capital e juros. O diferencial de risco específico de cada empresa é consequência direta da sua dimensão e nível de endividamento.

O CFROI tem ainda outra particularidade relativamente ao cálculo do custo do capital (WACC), não considera o benefício fiscal decorrente dos gastos de financiamento, conforme é comum na generalidade da literatura sobre esta temática.

Para o cálculo do CFROI, são necessários os seguintes procedimentos:

- estimar a vida útil dos ativos;
- calcular os fluxos de tesouraria (*gross cash flow*) para o período previsto;
- determinar o capital investido ajustado (*gross cash investment*);
- determinar o valor dos ativos não depreciáveis (*non depreciating assets*);

- estimar a taxa interna de rentabilidade (CFROI);
- Comparar o CFROI como custo do capital (WACC), obtendo o spread CFROI.

Em termos práticos, o cálculo do CFROI não é mais do que o cálculo de uma TIR, que iguala o valor atual dos fluxos de caixa futuros (*gross cash flow*), com o valor atual dos ativos contabilísticos ajustados (*gross cash investment*), mais o valor dos ativos não depreciáveis (*non depreciating assets*).

A metodologia proposta pela *Holt Value Associates* para o cálculo da vida útil dos ativos consiste numa relação entre o valor líquido contabilístico dos ativos e as depreciações do exercício.

Como já sabemos, os proponentes do CFROI consideram relevante o efeito da inflação. Uma forma simples de transformar os preços constantes em preços correntes é utilizar o índice geral de preços ou, em alternativa, considerar as particularidades de cada ativo no que respeita à inflação.

Conforme defende Ferreira (2002), o CFROI é uma métrica com a capacidade de reunir e captar importantes aspetos relativos ao desempenho económico de uma empresa ou negócio, uma vez que utiliza os *cash flows* ajustados e não os resultados contabilísticos, a quantia investida atualizada para o momento atual e que é “responsável” pela produção dos *cash flows* e a duração do período, durante o qual os *cash flows* vão manter-se.

Tem ainda outras virtualidades, que conseguem mitigar alguns condicionalismos e fragilidades do EVA e de outras métricas do valor, tais como, o investimento em novos equipamentos não é penalizado de forma desproporcionada e as distorções provocadas pela inflação e pela aquisição de bens em leasing operacional são eliminadas.

Num estudo apresentado pela *Holt Value Associates*, em maio de 2000, e citado por Ferreira (2002), é abordada uma problemática muito relevante e com grande impacto sobre qual o melhor tratamento a dar às despesas de investigação e desenvolvimento e o *goodwill*, no cálculo do CFROI, quando ocorrem fusões e aquisições de empresas.

Após o estudo, a consultora decidiu alterar a forma de cálculo do CFROI, passando a excluir o *goodwill* dos ativos brutos ajustados pela inflação, que agora têm apenas os ativos operacionais. No entanto, como o *goodwill* é uma grandeza com grande impacto para as empresas adquirentes, foi criado um novo indicador, o *transaction CFROI*.

Assim, passaram a existir dois indicadores, com objetivos distintos:

- O CFROI operacional, focado na avaliação do desempenho operacional, não considerando o valor pago pelo *goodwill*, tornando-se um indicador estável e comparável ao longo tempo, não sendo, por isso, afetado pela política de aquisições nem pelo tratamento contabilístico dado a estas operações;
- O CFROI de transação, que revela aos utilizadores a importância do *goodwill*, coloca em evidência o valor relativo do *goodwill* de aquisição (*entry goodwill*) e ignora o *goodwill* (*outcome goodwill*).

A avaliação do valor criado, em termos de taxas de retorno, ou seja, em valores relativos, tem uma capacidade explicativa muito superior, relativamente a métricas baseadas no lucro económico, como o EVA. Noutra perspetiva, o CFROI, ao transformar a informação contabilística em medidas baseadas em *cash flow*, demonstra, de uma forma mais precisa, a realidade económica das empresas, na medida em que existem ativos com diferentes períodos de vida útil e ativos depreciáveis e não depreciáveis, com graus de influência muito distintos.

3.3.2. Desvantagens do CFROI

Relativamente às desvantagens, ressalta-se o elevado grau de complexidade do cálculo CFROI, que é acrescido de alguns pressupostos, que podem, em certas circunstâncias, colocar em causa a integridade do modelo. Na medida em que é uma taxa de rentabilidade, sofre dos mesmos condicionalismos e problemas da taxa TIR do modelo DCF, isto é, impossibilidade de cálculo quando ocorrem alternadamente períodos com *cash flows* positivos e negativos, assim como a comparação ente projetos de dimensões e prazos distintos, tornando quase impossível a comparação entre empresas, mesmo que tenham idêntica dimensão, pois dificilmente terão períodos de vida útil dos ativos semelhantes. Finalmente, não é possível o seu cálculo quando os *cash flows* são negativos.

4. Estudo empírico – Caso TAP, S.A.

Tal como referido anteriormente, o investimento na substituição e ampliação de uma frota aérea é algo que impacta, consideravelmente, nos resultados e na perspetiva futura de uma companhia aérea e, por esse motivo, torna-se interessante perceber que métrica será mais adequada para avaliar a *performance* da TAP, S.A. neste contexto.

4.1. A TAP, S.A.

A Transportes Aéreos Portugueses, S.A. (“Empresa” ou “TAP S.A.”) é uma sociedade anónima de capitais públicos, com sede em Lisboa, que se rege pelo disposto no Decreto-Lei nº 312/91, de 17 de agosto, e que sucedeu à empresa pública Transportes Aéreos Portugueses, E.P., continuando a personalidade jurídica desta e conservando todos os direitos e obrigações integrantes da sua esfera jurídica no momento da sua transformação em sociedade anónima.

A principal atividade da Empresa consiste no transporte aéreo de passageiros, carga e correio, operando regularmente em Portugal Continental e Regiões Autónomas, Europa, África, Atlântico Norte, Atlântico Médio e Atlântico Sul. Tem 24 representações em países estrangeiros e 4 em Portugal. Adicionalmente, executa trabalhos de manutenção e engenharia para a sua frota e para terceiros.

No âmbito do processo de reprivatização do Grupo TAP (“Processo de Reprivatização”), foi celebrado no dia 24 de junho de 2015, entre a Parpública - Participações Públicas, SGPS, S.A. (“Parpública”) (como vendedora), a DGN Corporation (“DGN”) e a HPGB, SGPS, S.A. (“HPGB”) (como proponentes) e a Atlantic Gateway, SGPS, S.A. (“Atlantic Gateway”, que atualmente adotou o tipo de sociedade por quotas) (como compradora), o “Acordo de Venda Direta” da TAP – Transportes Aéreos Portugueses, SGPS, S.A. (“TAP SGPS”), o qual ficou concluído em 12 de novembro de 2015, com a transmissão, pela Parpública a favor da Atlantic Gateway, de 915.000 ações escriturais, nominativas, representativas de 61% do capital social da TAP SGPS permanecendo a Parpública com os restantes 39%.

Adicionalmente, em dezembro de 2015, o Estado Português deu a conhecer à Atlantic Gateway o seu propósito de reconfigurar, por via negocial, os termos e condições da sua participação na TAP SGPS, designadamente através de um aumento da sua participação no capital social da TAP SGPS, tendo a Atlantic Gateway e as suas sócias, a HPGB e a DGN, manifestado disponibilidade para participar no processo negocial proposto pelo Estado Português.

Nesse sentido, em 6 de fevereiro de 2016, o Estado Português e a Atlantic Gateway celebraram um “Memorando de Entendimento”, posteriormente alterado em 26 de abril de 2016, tendo como objeto estabelecer os princípios, regras e condições a que deveria obedecer a reconfiguração da participação do Estado Português, através da Parpública, na TAP SGPS.

Em conformidade com o disposto no Memorando de Entendimento, a Parpública, a HPGB, a DGN e a Atlantic Gateway celebraram um acordo de compra e venda de ações em 19 de maio de 2016, nos termos do qual, desde que verificadas determinadas condições prévias, a Atlantic Gateway se obrigou a vender ações representativas do capital social da TAP SGPS à Parpública, de modo a que a Parpública passe a ser titular de 50% do capital social da TAP SGPS (o “Acordo de Compra e Venda de Ações”). De entre as condições prévias a que ficou sujeita a conclusão deste Acordo, destaca-se a conclusão da oferta de venda aos trabalhadores do Grupo TAP de ações representativas de até 5% do capital social da TAP SGPS, as necessárias autorizações de terceiros e a reestruturação financeira do Grupo TAP.

Na sequência desta transmissão de ações, concluída no dia 30 de junho de 2017, o capital social da TAP SGPS passou a ter a seguinte composição:

Os trabalhadores detêm, em conjunto, um total de 75.000 ações ordinárias, representativas de 5% do capital social, dos direitos de voto e dos direitos económicos da TAP SGPS;

A Parpública detém 750.000 ações da categoria B, representativas de 50% do capital social e dos direitos de voto e 5% dos direitos económicos da TAP SGPS;

A Atlantic Gateway detém 675.000 ações da categoria A, representativas de 45% do capital social e dos direitos de voto e 90% dos direitos económicos da TAP SGPS.

Dando cumprimento ao plano de capitalização do Grupo TAP definido no âmbito do Processo de Reprivatização, em 8 de março de 2016, foi deliberado em Assembleia Geral da TAP SGPS, previamente autorizado pela ANAC, a emissão pela TAP SGPS, de um empréstimo obrigacionista, a 10 anos, convertível em até 130.800 ações especiais de conteúdo patrimonial da TAP SGPS no montante de 120 milhões de Euros (refletido no balanço como prestações suplementares). A referida emissão é composta por duas séries: a primeira (série A), no valor de 90 milhões de Euros, subscrita pela Azul Linhas Aéreas Brasileiras, S.A. (“Azul S.A.”) em 16 de março de 2016, e a segunda (série B), no valor de 30 milhões de Euros, subscrita pela Parpública em 14 de junho de 2016. A conversão das referidas obrigações em ações da TAP SGPS e a constituição de garantias no âmbito desta emissão ficaram condicionadas a aprovação expressa da ANAC, a qual se materializou em 23 de dezembro de 2016.

Ainda no dia 30 de junho de 2017, foi assinado o “Acordo de Adaptação e Monitorização de Passivo Financeiro Relativo ao Grupo TAP” entre diversas entidades bancárias, a TAP SGPS, a TAP S.A. e a Portugália, como mutuárias e a Parpública e a Atlantic Gateway, como acionistas, tendo o Grupo TAP acordado com as entidades bancárias signatárias a alteração de determinadas condições dos respetivos contratos de financiamento, bem como das disposições relativas à dívida financeira e ao serviço da dívida do Grupo.

4.2. Evolução da Atividade do Setor do Transporte Aéreo

Até 2018, o setor do transporte aéreo manteve a tendência de crescimento, ainda que tenha havido algum abrandamento dos níveis de crescimento face a 2017. Alguma moderação no crescimento do tráfego veio em linha com os sinais de abrandamento do crescimento económico sobretudo no segundo semestre de 2018.

O setor manteve a trajetória de aumento de capacidade expressa em *available seat kilometer* (ASK) que foi de +6% em relação a 2017, com um abrandamento ligeiro face aos últimos anos. Este crescimento foi sobretudo impulsionado pelo crescimento na região Ásia-Pacífico e da América Latina.

O tráfego de passageiros tem crescido apesar de ser patente um abrandamento do seu ritmo de crescimento. Em 2018 a *revenue passenger kilometer* (RPK) cresceu 6,5% (-1,5 pp versus taxa de crescimento em 2017).

Na Europa as transportadoras aéreas continuaram a apresentar um crescimento robusto sendo que o tráfego internacional apresentou uma expansão na ordem dos 6,6% (versus 8,2% em 2017), tendo a capacidade aumentado 5,9%.

O crescimento de passageiros tem registado um ritmo superior ao aumento de capacidade de indústria, apesar de se notar uma tendência de convergência.

Na globalidade, e apesar do abrandamento no crescimento de capacidade, a receita global do setor acelerou a trajetória de crescimento para USD 821 mil milhões (+8,7% versus 2017), máximo dos últimos 6 anos.

Este crescimento foi principalmente impulsionado pelo aumento de receita de carga (+14,5%) e de outras linhas de negócio, como a manutenção (+17,7%).

A receita com passageiros cresceu +5,6%, abaixo do aumento de capacidade de +6%, traduzindo-se numa variação de RASK de passageiros de -0,4%. Desta forma, o aumento do

Load Factor foi de +0,4 pp - passando de 81,5% em 2017 para um novo máximo histórico de 81,9% em 2018 - não sendo suficiente para compensar queda de *yield*.

Na Europa, o coeficiente de ocupação no tráfego internacional permaneceu, tal como no ano anterior, como o mais elevado de entre as regiões apresentando um valor de 85%, refletindo mais 0,6 p.p. que no ano anterior.

Relativamente à carga aérea, a capacidade apresentou um crescimento de cerca de 3,5%, crescendo mais do que a procura e resultando num menor *load factor* em cerca de 0,9 pp situando-se nos 49,1%.

Em 2018, os custos globais cresceram 9,8% (acima do aumento da capacidade de 6% e acima do crescimento das receitas de 8,7%), principalmente impulsionados pelo aumento de custos com combustíveis (+20,8% versus 2017), provocado por um aumento do preço do *Jet Fuel* na ordem dos 31% (parcialmente compensado pelas políticas de *hedging* das companhias aéreas).

Na globalidade, o setor do transporte aéreo, após ter registado o maior resultado de sempre em 2017 (USD 37,7 mil milhões), sofreu um ajuste de -14% para USD 32,2 mil milhões em 2018 (valor inferior ao previsto no início do ano de USD 38,4 mil milhões). Este ajuste resulta de uma maior pressão nas margens (margem EBIT de 7,7% em 2017 para 6,8% em 2018), em particular por um aumento de custos como detalhado anteriormente.

Esta deterioração de margens em 2018 foi transversal a todas as regiões do globo.

4.3. Estratégia Empresarial

A estratégia 2015-2020 da TAP, desenhada no final de 2014, tem vindo a ser reforçada pelos novos acionistas, evoluindo de forma a refletir as alterações conjunturais e de mercado.

No final de 2014, resultante dos desafios significativos enfrentados pela TAP, derivados da intensificação da concorrência, designadamente pelo crescimento no mercado de companhias operadoras *low-cost*, pela limitação dos seus recursos financeiros e pela estrutura do seu passivo, foi dado início a um processo de reflexão estratégica para o período de 2015-2020, tendo sido, então, definidos seis eixos estratégicos como linhas de orientação para a Empresa, sendo estes:

1. Renovação e expansão de frotas;
2. Evolução do modelo comercial;
3. Automatização e melhoria da experiência do Cliente;
4. Consolidação do crescimento da Companhia e aumento do foco no *hub*;
5. Melhoria das eficiências operacionais;

6. Reposicionamento dos negócios das unidades de manutenção e engenharia em Portugal e no Brasil.

Em 2018, o novo Conselho de Administração reiterou as linhas orientadoras do plano estratégico com o cumprimento de várias metas em cada um dos seus eixos.

Um dos princípios essenciais do Memorando de Entendimento assinado em fevereiro de 2016, tal como concretizado pelo Acordo Parassocial e de Compromissos Estratégicos, e posteriormente reconfirmado ao longo das várias etapas do processo de reprivatização, assentou na aceitação expressa da convergência e partilha do Projeto Estratégico do Grupo TAP e do consequente compromisso assumido pelo Estado Português e pela Atlantic Gateway, no sentido do seu cumprimento e implementação. Este Projeto Estratégico foi construído com base na reflexão estratégica 2015-2020, mencionada acima e resultante nas seguintes ações previstas:

1. Capitalização e renegociação da dívida;
2. Investimentos estratégicos;
3. (Nova) estratégia operacional;
4. Foco nos trabalhadores e melhoria da gestão;
5. Melhoria da rentabilidade.

4.3.1. Principais desenvolvimentos no âmbito do Projeto Estratégico

O Projeto Estratégico foi construído com base na reflexão estratégica 2015-2020, mencionada no ponto anterior e resultante nas seguintes ações previstas: (i) capitalização e renegociação da dívida; (ii) investimentos estratégicos; (iii) nova estratégia operacional; (iv) foco nos trabalhadores e melhoria da gestão; (v) melhoria da rentabilidade.

Capitalização e renegociação da dívida

Com o objetivo de diversificar as fontes de financiamento, alargar o prazo médio e reduzir o seu custo, o ano de 2018 ficou marcado por um maior contacto com a banca internacional, tendo sido angariado um financiamento com uma sucursal em Portugal de uma instituição estrangeira no valor de EUR 70 milhões. Adicionalmente, no 4º trimestre de 2018, foi negociado um financiamento de cerca de EUR 137 milhões em condições muito favoráveis de preço e prazo, fechado em janeiro 2019 junto de investidores internacionais.

Investimentos estratégicos

Em 2018 a TAP começou a receber as primeiras aeronaves de nova geração tendo finalizado o ano com 1 A320neo, 4 A321neo e 3 A330neo, registando-se a entrada de 10 aeronaves, entre dezembro de 2017 e dezembro de 2018, número que conta também com duas aeronaves (um A319ceo e um A320ceo) em regime de aluguer operacional de curta duração.

As aeronaves A330neo vêm substituir progressivamente, os aviões A330 e A340 mais antigos, um processo que irá decorrer até final de 2019. Trata-se de uma decisão relevante no sentido da renovação da frota, a qual permitirá melhorar, com significado, a oferta ao passageiro, bem como disponibilizar um produto consistente em todo o equipamento de longo curso. Estas aeronaves apresentam uma significativa poupança de combustível (em cerca de 15%) e de emissões de CO₂, o que vem ao encontro do objetivo da TAP se tornar uma empresa menos poluente.

Durante 2018 foi concluído o esforço de *retrofit* de cabina da frota existente, completando-se assim o projeto de remodelação previsto em 48 aeronaves da frota existente – 38 *narrow-body* e 10 *wide-body* – permitindo à TAP redefinir a oferta ao passageiro, melhorando o conforto e aumentando o número de lugares, bem como reduzir o peso dos aviões e, conseqüentemente, o consumo de combustível.

Quer no programa de *retrofit*, quer na aquisição de novas aeronaves, a TAP reforçou o investimento na economia nacional, através da seleção de parceiros empresariais para a conceção do produto, design da cadeira e produção das respetivas capas e fornecimento de materiais.

A 31 de Dezembro de 2018 a TAP apresentava 96 aeronaves (resultado das referidas entradas e da saída de 4 aeronaves), composta por:

- 24 *wide-body*: 3 A330neo, 13 A330-200, 4 A330-300 e 4 A340
- 51 *narrow-body*: 1 A320neo, 4 A321neo, 4 A321ceo, 21 A320ceo e 21 A319ceo
- 21 regional: 8 ATR e 13 Embraer (frota da White e Portugália)

Nova estratégia operacional

Até 2018 deu-se continuidade a uma estratégia de crescimento explorando a posição geográfica estratégica da TAP por forma a capturar o tráfico entre África, América do Norte e do Sul para a Europa, mantendo-se a política de voos de longa distância. Continuou também o esforço centrado no crescimento e na melhoria do *hub* Lisboa, permanecendo a promoção e a

consolidação das ligações entre a Europa e os destinos intercontinentais como ponto fulcral do referido *hub*.

Neste contexto, houve uma consolidação do mercado América do Norte, região em que a TAP tem vindo a melhorar a sua *performance* através de uma maior frequência de voos (com destaque para os aeroportos de Nova Iorque JFK e Newark) bem como pelo lançamento de novas rotas - Washington DC, Chicago e São Francisco - destinos a iniciarem em 2019 mas anunciados ainda em 2018.

O Brasil continuou a ser um dos principais mercados da TAP mas o segundo semestre de 2018 foi caracterizado por uma queda das receitas explicada por um abrandamento económico devido à instabilidade política e processo eleitoral que afetou o tráfego de e para o país, bem como pela desvalorização cambial ocorrida.

Durante 2018 foram lançados novos destinos por forma a expandir o portfolio do Grupo, ajustando a sua oferta à procura e a diversificar oportunidades, reduzindo a dependência dos principais mercados. Assim, no final do ano de 2018 a TAP voava para 88 aeroportos.

Todos os desenvolvimentos de rede e rotas não só criaram mais conexões ao *hub* de Lisboa, como também criaram um produto mais atrativo para os segmentos lazer e *corporate*. No *hub* do Porto, a TAP recuperou a liderança de movimentos, com um crescimento acima dos 20%, e ultrapassando a sua principal concorrente *low cost*. Em resumo, com o reforço dos *hubs* de Lisboa e do Porto, a TAP contribuiu de forma decisiva para mais um ano de crescimento do turismo em Portugal.

Para além da transformação na rede, a TAP tem-se focado nos seus clientes com várias medidas que visam o aumento da sua satisfação nomeadamente:

- Melhorias operacionais para resolução dos atrasos dos voos;
- Medição do *Net Promoter Score* (“NPS”);
- Reforço do *call center* para atendimento de chamadas e resolução de problemas dos passageiros;
- Relançamento do programa de passageiro frequente com a mudança do programa TAP Victoria para o Miles&Go, um programa mais adaptado às necessidades destes clientes e que traz várias vantagens face ao programa anterior.

O problema da menor pontualidade de alguns voos tem sido muito prejudicial ao NPS da TAP, podendo-se identificar causas internas e externas à TAP, de entre as quais estão os vários constrangimentos do aeroporto de Lisboa, sem capacidade de resposta para o nível de atividade

que atualmente apresenta. Na identificação e resolução das causas internas, foram tomadas importantes medidas em 2018, nomeadamente a disponibilização de aviões de reserva (medida inédita até 2018), o aumento do número de pilotos e tripulantes e a organização da informação operacional e das equipas de trabalho de forma mais eficiente incluindo a implementação de um novo sistema informático de gestão operacional mais adaptado ao crescente volume de operações da TAP e um centro integrado de operações. De referir ainda que, dada a importância do tema da pontualidade, foi ainda contratada uma consultora especializada para ajudar as equipas operacionais.

Foco nos trabalhadores e melhoria da gestão

O exercício de 2018 ficou marcado pelo elevado esforço nos processos de recrutamento, seleção e contratação de trabalhadores para as diversas funções na TAP, S.A.. Assim, num total de 1.113 novas admissões, foram contratados 137 pilotos, 566 comissários/assistentes de bordo, 77 técnicos de manutenção de aeronaves, 117 profissionais para reforço das operações terra no *hub* de Lisboa, 68 elementos para o *contact center*, 95 trabalhadores para as diversas áreas da manutenção e engenharia e 63 quadros superiores. Com o intuito de obtenção de paz social, foram efetuados ao longo do exercício vários processos de negociação coletiva, tendo sido celebrados protocolos com a totalidade das organizações sindicais (à exceção do SNPVAC), em matérias de atualização salarial, carreiras profissionais e outras, tendo sido possível negociar soluções para um período de 5 anos.

Melhoria da rentabilidade

Não obstante o crescimento das receitas e as melhorias operacionais atingidas, o ano de 2018 teve enormes desafios que impactaram os resultados e a rentabilidade do Grupo nomeadamente a desvalorização cambial no Brasil, o aumento do preço do combustível e custos extraordinários/não recorrentes respeitantes a contingências laborais (na sua maioria pré 2018) decorrentes das negociações coletivas, custos de reestruturação relacionados com pré-reformas e saída de colaboradores, custos com a reestruturação total da operação de manutenção no Brasil e custos com irregularidades (indenizações e fretamento de aviões) relacionados com cancelamentos e atrasos.

Em consequência destes eventos, a rentabilidade do ano de 2018 foi muito afetada mas entende-se que, pela natureza não recorrente dos mesmos, a TAP poderá, daqui em diante, beneficiar das mudanças implementadas, resgatando a trajetória de recuperação da rentabilidade registada desde a privatização. Com efeito, fechando-se este ciclo de instabilidade laboral e reestruturação,

a TAP encontra-se mais preparada para responder aos desafios que o sector impõe ao nível de tarifas, experiência oferecida ao cliente e capacidade de resposta nos destinos de maior procura. Por um lado, os investimentos recentes e futuros na frota permitirão oferecer um melhor serviço e permitirão poupanças significativas de custos com combustível, e por outro lado, o programa de redução de custos e as novas políticas operacionais e financeiras (o caso de uma nova política de *hedging*) continuarão a ter impacto positivo nos resultados.

4.4. Metodologia de investigação

A metodologia de investigação aplicada foi o estudo de caso. Os estudos de caso são especialmente indicados quando se colocam questões do tipo “como?” e “porquê?”, e quando se examinam factos recolhidos de contextos específicos ou eventos recentes, como é o caso que se pretende explorar em relação à TAP, S.A. e o seu plano de investimento.

Com a recolha de dados históricos pretende-se estudar quais as determinantes que mais impactam nos resultados obtidos através do cálculo das métricas apresentadas nos pontos anteriores.

Desta forma, será possível formular um plano de análise, aplicar os dados reais às métricas escolhidas, de acordo com a suas características específicas e analisar os resultados obtidos, aprofundadamente.

O estudo de caso visa compreender qual a relação entre os factos e ao mesmo tempo desenvolver teorias genéricas sobre a realidade observada. Este vai além de descrever os factos, proporcionando conhecimento acerca do objeto de investigação de forma a comprovar ou contestar as relações evidenciadas.

Em suma, o estudo de caso tem como objetivo explorar, descrever, explicar e avaliar, sendo que a vantagem do mesmo assenta na robustez dos resultados obtidos, contudo, apresenta como desvantagem a sua fundamentação lógica.

O estudo de caso proposto é exploratório, uma vez que visa contribuir para esclarecer a situação identificada, promover um maior conhecimento sobre o tema e, prospectivamente, considerar-se como fase preliminar de um projeto mais longo.

4.5. Métodos baseados numa ótica patrimonial

Para efetuar qualquer análise ao desempenho económico e financeiros de uma empresa é imprescindível compreender a sua estrutura financeira através do seu balanço, assim como os

fatores geradores de resultados através da demonstração de resultados e até mesmo outros indicadores extraídos de peças de relato financeiro acessórias que evidenciem as movimentações ocorridas durante os anos de 2015, 2016, 2017 e 2018 que possam justificar ou, até mesmo, fundamentar os factos transcritos. Desta forma, neste capítulo, serão apresentadas as peças de análise criadas, através dos relatórios e contas disponibilizados, para melhor preparar a elaboração de cálculos, comparações, evoluções, médias, rácios e dissertações sobre as rubricas com maior relevo nas contas da TAP, S.A.

As demonstrações financeiras da TAP, S.A. foram preparadas em conformidade com as Normas Internacionais de Relato Financeiro adotadas pela União Europeia (IFRS).

Importa referir que, tratando-se de um trabalho académico, não é dispensada a consulta das demonstrações financeiras divulgadas pela empresa.

4.5.1. Balanço da TAP, S.A.

Na preparação das demonstrações financeiras, em conformidade com as IAS/IFRS, o Conselho de Administração recorreu ao uso de estimativas, pressupostos e julgamentos críticos com impacto no valor de ativos e passivos e no reconhecimento de rendimentos e gastos de cada período de reporte, neste sentido, é importante, também, a consulta dos anexos às respetivas demonstrações.

4.5.1.1. Análise ao Ativo

É evidente que, ao analisarmos os quatro anos em estudo, nota-se, a partir da Tabela 4.1, uma repartição, em termos de peso, entre a ativo não corrente (média de 35,35%) e o ativo corrente (média de 64,65%), cujas rubricas mais relevantes são os ativos fixos tangíveis (média de 28,64%) e outras contas a receber (média de 48,45%), respetivamente.

Sendo as rubricas com maior preponderância na estrutura do seu ativo, importa recorrermos as notas 6 e 14 para melhor perceber a sua composição e evolução.

Tabela 4.1 – Composição do Ativo da TAP, S.A.

Posição Financeira em 31 de dezembro de 2015, 2016, 2017 e 2018									
Rubricas (Valores em milhões de Euros)	Nota	2018	%	2017	%	2016	%	2015	%
ATIVO									
Ativos não correntes									
Ativos fixos tangíveis	6	521.0	23.65%	578.4	26.36%	675.3	33.34%	590.2	31.21%
Propriedades de investimento	7	1.9	0.09%	0.9	0.04%	1.0	0.05%	1.0	0.05%
Ativos intangíveis	8	11.2	0.51%	2.9	0.13%	1.3	0.06%	0.2	0.01%
Participações financeiras	9	0.2	0.01%	0.2	0.01%	0.2	0.01%	0.2	0.01%
Outros investimentos financeiros	10	0.5	0.02%	46.4	2.12%	40.2	1.98%	0.7	0.04%
Ativos por impostos diferidos	11	91.0	4.13%	52.9	2.41%	65.5	3.23%	68.1	3.60%
Outros créditos a receber	12	61.1	2.78%	52.7	2.40%	37.5	1.85%	24.9	1.32%
		687.0	31.19%	734.4	33.46%	821.0	40.54%	685.4	36.23%
Ativos correntes									
Inventários	13	63.9	2.90%	50.3	2.29%	44.2	2.18%	39.0	2.06%
Clientes	14	169.3	7.68%	280.5	12.78%				
Estado e outros entes públicos	15	4.6	0.21%	8.7	0.40%	10.1	0.50%	9.9	0.52%
Outros créditos a receber	12	993.7	45.11%	912.9	41.60%	1 074.4	53.05%	1 022.4	54.05%
Diferimentos	16	47.5	2.15%	16.0	0.73%				
Outros ativos financeiros	10	13.2	0.60%	34.9	1.59%				
Caixa e seus equivalentes	16	223.7	10.16%	157.1	7.16%	75.6	3.73%	134.8	7.13%
		1 515.9	68.81%	1 460.3	66.54%	1 204.3	59.46%	1 206.1	63.77%
Total do Ativo		2 203.0	100.00%	2 194.7	100.00%	2 025.3	100.00%	1 891.5	100.00%

Fonte: Adaptado das Demonstrações Financeiras da TAP.

Com o processo de reprivatização da TAP, S.A. e com o compromisso assumido pela nova administração, ultrapassando todos os constrangimentos, foi desencadeado um processo de investimento com a aquisição de novas aeronaves. Assim, em 2016, podemos observar um aumento de 14% dos seus ativos fixos tangíveis, face a 2015.

As principais incidências ocorridas durante o exercício de 2016 foram:

- As adições de equipamento básico no montante de 32.469.371 euros respeitam, essencialmente, a: (i) projetos de investimento em equipamento de frota, nomeadamente: a introdução de tecnologia *sharklet* nas aeronaves, no montante de 4.805.545 euros, a alteração das cabines (*Cabin Retrofit*), no montante de 7.501.069 euros e o montante de 6.500.201 euros relacionado com a extensão de vida das frotas A319/A320/A321 (*Extended Service Goal – ESG*) e (ii) capitalização de gastos com grandes manutenções das aeronaves próprias ou em regime de locação financeira no montante de 10.338.953 euros.

- As adições de outros ativos em curso, no montante de 15.076.165 euros, respeitam, essencialmente, à assessoria prestada no âmbito do processo de negociação dos contratos de aquisição futura de aeronaves, no montante de 4.595.000 euros e ao projeto de alteração das cabines (*Cabin Retrofit*), no montante de 7.686.256 euros.

Contudo, o que impactou, consideravelmente, na valorização dos ativos fixos tangíveis, foi:

- O aumento verificado na rubrica “Adiantamentos por conta de ativos fixos tangíveis”, no montante de 120.309.323 euros referente, na sua maioria, aos adiantamentos efetuados para a aquisição futura de aeronaves.

Em relação a 2017, dando continuidade ao processo de renovação da sua frota, as principais incidências ocorridas, foram:

- As adições de equipamento básico no montante de 67.335.993 euros respeitam, essencialmente, a: (i) projetos de investimento em equipamento de frota, nomeadamente a alteração das cabines (*Cabin Retrofit*), no montante de 28.942.212 euros e o montante de 2.443.971 euros relacionado com a extensão de vida das frotas A319/A320/A321 (*Extended Service Goal – ESG*) e (ii) capitalização de gastos com grandes manutenções das aeronaves próprias ou em regime de locação financeira no montante de 28.619.333 euros.
- As adições de outros ativos em curso no montante de 32.351.385 euros respeitam, essencialmente: (i) a equipamento para a futura frota NEO A330/A320F, no montante de 19.764.969 euros; (ii) ao projeto de alteração das cabines (*Cabin Retrofit*), no montante de 5.335.804 euros e (iii) à capitalização de gastos com grandes manutenções das aeronaves próprias ou em regime de locação financeira no montante de 4.796.686 euros.
- O montante de 112.499.495 euros registado em regularizações, transferências e abates de “Adiantamentos por conta de ativos fixos tangíveis”, inclui o valor de 107.541.050 euros relacionado com: (i) a transferência da responsabilidade de *predelivery payments* de 8 aeronaves para entidades locadoras (97.491.239 euros) e (ii) a alteração do tipo de equipamento de 2 aeronaves (10.049.811 euros), no âmbito do processo de aquisição da nova frota, por conta de um crédito atribuído pela Airbus. A 31 de dezembro de 2017, encontra-se por utilizar o montante de 5.062.512 euros, o qual está registado na rubrica “Outras contas a receber correntes”, que será utilizado em futuros *predelivery payments*.

Por outro lado, e apesar de ser notório o processo de investimento desencadeado pela empresa, ao analisarmos o seu balanço verificamos que os ativos fixos tangíveis apresentaram uma redução de 14%, face a 2016. Esta redução deve-se, essencialmente a:

- As alienações de equipamento básico, no montante líquido de 162.795.817 euros, respeitam, na sua maioria, à alienação de cinco aeronaves A330, decorrente de uma operação de *sale and leaseback*, tendo originado uma mais-valia líquida de 17.856.440 euros.

Podemos concluir assim que, para uma avaliação exata dos ativos fixos tangíveis da empresa, não podemos dispensar a análise dos movimentos ocorridos no decorrer de cada exercício e segregas as operações de aquisição, alienação e regularizações, sob pena de fazermos uma avaliação errada da sua valorização. Mais adiante, será explanada a importância de alguns rácios que medem a renovação dos ativos fixos tangíveis e o seu grau de envelhecimento.

4.5.1.2. Análise ao Passivo

Ao analisarmos os quatro anos em estudo, nota-se, também, uma repartição, em termos de peso, entre o passivo não corrente (média de 41,28%) e o passivo corrente (média de 58,72%), cujas rubricas do passivo não corrente mais relevantes são os passivos remunerados (média de 31,91%) e as rubricas do passivo corrente distribuídas entre outras contas a pagar (média de 22,90%) e documentos pendentes de voo (média de 17,95%), conforme Tabela 4.2.

Sendo as rubricas com maior preponderância na estrutura do seu passivo, importa recorrermos as notas 21, 22 e 24 para melhor perceber a sua composição e evolução.

Tabela 4.2 – Composição do Passivo da TAP, S.A.

Posição Financeira em 31 de dezembro de 2015, 2016, 2017 e 2018									
Rubricas (Valores em milhões de Euros)	Nota	2018	%	2017	%	2016	%	2015	%
Passivos não correntes									
Passivos por impostos diferidos	11	18.8	0.89%	19.7	1.00%	19.1	1.01%	19.7	1.11%
Resp. por benefícios pós-emprego	19	86.2	4.11%	55.3	2.82%	55.1	2.92%	50.7	2.84%
Provisões	20	12.2	0.58%	9.2	0.47%	11.6	0.62%	12.5	0.70%
Financiamentos obtidos	21	595.3	28.37%	617.9	31.52%	527.6	27.93%	710.0	39.82%
Outras dívidas a pagar	22	49.7	2.37%	112.4	5.73%	105.5	5.58%	84.0	4.71%
		762.2	36.33%	814.5	41.54%	719.0	38.06%	877.0	49.18%
Passivos correntes									
Fornecedores		237.0	11.29%	199.6	10.18%				
Adiantamentos de clientes	22	0.8	0.04%	0.9	0.05%				
Estado e outros entes públicos	15	35.8	1.70%	28.9	1.47%			16.5	0.92%
Financiamentos obtidos	21	180.6	8.61%	106.2	5.42%	307.5	16.28%	177.0	9.93%
Outras dívidas a pagar	22	429.7	20.48%	343.3	17.51%	544.6	28.83%	441.6	24.77%
Diferimentos		58.6	2.79%	55.5	2.83%				
Doc. Pendentes de voo	24	393.5	18.75%	411.7	21.00%	317.9	16.83%	271.1	15.20%
		1 336.0	63.67%	1 146.2	58.46%	1 170.0	61.94%	906.2	50.82%
Total do Passivo		2 098.2	100.00%	1 960.7	100.00%	1 888.9	100.00%	1 783.2	100.00%

Fonte: Adaptado das Demonstrações Financeiras da TAP.

Considera-se relevante fazer uma análise conjunta às duas rubricas uma vez que, relativamente ao passivo remunerado corrente, verifica-se um decréscimo de EUR 201.3 milhões em 2017 (diminuição de -65%) verificada em relação ano transato. Este facto é sustentado pela reestruturação da dívida bancária do Grupo TAP, estando as principais alterações relacionada com as maturidades (transferência de corrente para não corrente) e condições financeiras dos empréstimos (indexante e *spread*).

No entanto, a dívida da TAP S.A. tem uma medida contabilística rigorosa, que pode ser analisada e medida de forma mais abrangente e substancial, englobando agregados cujo comportamento é, nalguns aspetos, similar a financiamentos, embora sob a forma de locação operacional, especialmente de aeronaves, à qual estão ligados também diversos fatores de risco similares aos dos financiamentos.

O incremento de 17% em 2017 dos passivos não correntes (de EUR 527.6 milhões para EUR 617.9 milhões), relacionado com o conjunto de encargos com aeronaves em locação operacional (dos EUR 617.9 milhões EUR 572.7 milhões são referentes a planos de pagamentos das rendas das locações operacionais) corresponde a um aumento de responsabilidades futuras significativas, na medida em que se trata de contratos de médio e longo prazo (com maturidades até 12 anos e que podem ser prorrogadas), que se assemelham ao pagamento faseado de dívida.

Para além da renovação e expansão de frota, em regime de locação, será relevante para a gestão de risco, e em termos de retorno do capital investido, o aumento futuro de dívida que venha a ocorrer, nos próximos anos, sob a forma de financiamento, ou sob a forma de locação operacional, associado ao ciclo de investimento na nova frota da Empresa.

Importa referir que, os ativos fixos tangíveis, adquiridos mediante contratos de locação financeira, bem como as correspondentes responsabilidades são contabilizados pelo método financeiro.

De acordo com este método o custo do ativo é registado nos ativos fixos tangíveis, a correspondente responsabilidade é registada no passivo na rubrica de passivos remunerados, os juros incluídos no valor das rendas e a depreciação do ativo, são registados como gastos na demonstração dos resultados do exercício a que respeitam.

As locações, em que uma parte significativa dos riscos e benefícios da propriedade é assumida pelo locador, sendo a Empresa locatária, são classificadas como locações operacionais. Os pagamentos efetuados nas locações operacionais, líquidos de quaisquer incentivos recebidos do locador, são registados na demonstração dos resultados durante o período da locação.

4.5.2. Demonstração dos Resultados da TAP, S.A.

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

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

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

É desta forma que antes de elaborar qualquer cálculo, rácio e tirar conclusões é importante perceber a composição, peso e influencia dos fatores geradores de resultados.

Com base nas demonstrações dos resultados que se segue na Tabela 4.3, tornou-se imperioso analisar as rubricas de maior relevância, tais como: “Vendas e serviços prestados”, “Materiais e serviços consumidos” e “Gastos com o pessoal”, conjuntamente com a notas 5, 29 e 30, respetivamente.

Tabela 4.3 – Demonstração de Resultados da TAP, S.A.

Demonstração dos Resultados em 31 de dezembro de 2015, 2016, 2017 e 2018									
Rubricas (Valores em milhões de Euros)	Nota	2018	%	2017	%	2016	%	2015	%
Rendimentos e ganhos operacionais									
Vendas e serviços prestados	5	3 154.1	99.31%	2 852.8	98.76%	2 241.7	98.07%	2 398.5	97.49%
Ganhos/(perdas) relativos a partes de capital	25			0.0	0.00%	0.0	0.00%		
Outros ganhos operacionais	26	21.9	0.69%	35.9	1.24%	44.1	1.93%	61.9	2.51%
		3 175.9	100.00%	2 888.7	100.00%	2 285.8	100.00%	2 460.3	100.00%
Gastos e perdas operacionais									
Inventários consumidos e vendidos	27	-202.9	6.47%	-135.6	5.05%	-98.2	4.53%	-87.1	3.69%
Varição da produção	28	1.3	-0.04%	1.1	-0.04%	2.3	-0.11%	-8.6	0.36%
Materiais e serviços consumidos	29	-2 268.8	72.38%	-2 030.7	75.56%	-1 583.6	73.09%	-1 731.4	73.43%
Gastos com o pessoal	30	-652.6	20.82%	-509.2	18.95%	-474.1	21.88%	-463.8	19.67%
Imparidades de inventários e contas a receber	31	-2.0	0.06%	-1.5	0.06%	-2.1	0.10%	-6.4	0.27%
Provisões	20	-5.0	0.16%	2.4	-0.09%	0.9	-0.04%	-0.3	0.01%
Aumentos/reduções de justo valor	7	1.3	-0.04%	-0.1	0.00%	0.0	0.00%	0.1	0.00%
Outros gastos operacionais	32	-6.0	0.19%	-13.9	0.52%	-11.8	0.55%	-60.4	2.56%
		-3 134.6	100.00%	-2 687.5	100.00%	-2 166.5	100.00%	-2 358.0	100.00%
Margem bruta		41.3		201.2		119.3		102.3	
Outros gastos não recorrentes	33	-66.5						-91.4	
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	33	-4.2		-52.6		-51.3		-57.9	
Resultados operacionais		-29.4		148.6		68.1		-46.9	
Resultados financeiros líquidos	34	-52.9		-17.5		13.4		-11.1	
Resultados antes de impostos		-82.3		131.1		81.4		-58.0	
Imposto sobre o rendimento	35	24.2		-30.7		-3.8		20.9	
Resultado líquido do exercício		-58.1		100.4		77.6		-37.1	

Fonte: Adaptado das Demonstrações Financeiras da TAP.

Em relação aos seus rendimentos e ganhos operacionais, a TAP, S.A. tem prestado um contributo relevante para os resultados do Grupo TAP, com uma franca recuperação da sua receita a partir de 2016 (aumento de 32% de 2015 para 2018). Ainda assim, importa segmentar o total das vendas por mercado geográfico, para aferir qual o contributo mais relevante. Ao consultar os relatórios e contas da Empresa importa evidenciar o contributo do mercado “Atlântico Sul”, quer em crescimento/contributo quer em montante de vendas (aumento de 52% de 2016 para 2017). De realçar que este mercado representa alguns riscos para a empresa, nomeadamente risco económico (contração da economia) e risco cambial (desvalorização do

Real). Ainda assim, as medidas de estímulo desencadeadas pela empresa, refletiram-se nos resultados do segmento.

Outro fator de destaque é o aumento de receita, em termos absolutos (aumento em 2017 de EUR 111,9 milhões face a 2016), no mercado europeu, mercado este em que a TAP, S.A. está exposta a uma forte componente concorrencial (*low-costs*), ainda assim, é evidente que a política tarifária teve um desempenho favorável, embora, o contributo do mercado para as receitas totais tenha diminuído.

O mercado “Atlântico Norte”, também, contribuiu positivamente para o aumento da receita total, mercado este que se apresenta como sendo a grande aposta da nova Administração.

De realçar que, não são feitas referências a somas resultantes de receitas extraordinárias, pelo que podemos considerar os montantes aqui apresentados como válidos para a elaboração de qualquer cálculo ou rácio.

No que respeita aos seus gastos e perdas operacionais, é de domínio público que a TAP, S.A. é uma empresa com uma estrutura de custos consideravelmente pesada, subjacente aos consumos de matérias e à contratação de serviços necessários ao bom desempenho da sua atividade. Adicionalmente, tratando-se de uma empresa de mão de obra especializada, está sujeita ao cumprimento de vários compromissos legais e sociais relacionados com os seus recursos humanos. Neste ponto pretende-se compreender a composição da rubrica de “Materiais e serviços consumidos”, que para os anos em estudo, representam 73,62% (em média) dos gastos e perdas operacionais totais.

De acordo com os relatórios de contas da Empresa, percebe-se que o TOP 10 dos gastos mais relevantes estão diretamente relacionados com operações de voo, ou seja, são gastos operacionais.

Em relação aos gastos com combustíveis, apesar das variações verificadas, em valores absolutos, representam 33% (em média) dos gastos totais. Subjacente ao consumo, que poderá variar conforme a operação, este *item* representa dois riscos intrínsecos: (i) risco quantidade, relacionado com o aumento do consumo por via de aumento de operação e aumento do consumo devido à, possível, fraca eficiência dos ativos fixos tangíveis que a empresa detém (ativos envelhecidos); (ii) risco preço, diretamente relacionado com a cotação do ativo em mercado financeiro (apesar de a empresa contratar *swaps* para cobertura deste risco). De realçar que, qualquer variação percentual do preço do *fuel* impacta diretamente nos resultados da

empresa, e que esta não deve deixar de avaliar os impactos dos dois riscos anteriormente identificados.

O incremento dos gastos com locação operacional de aeronaves e sobressalentes, já foi esplanada em pontos anteriores, contudo, não é excedentário referir que estes gastos passaram a ter um maior contributo na estrutura de gastos operacionais (em 2017 representam 10% do total), com tendência ao aumentar, fruto do recurso a locações operacionais.

A necessidade de investimento na frota e no aumento de atividade da empresa é evidente, a reforçar este facto está: (i) o aumento dos gastos com conservação e reparação de equipamento de voo, devido à necessidade crescente de intervenção para cumprimento dos requisitos de segurança operacional; (ii) e a evolução dos gastos com fretamentos de aviões, tendo a empresa recorrido a contratos de ACMI, para colmatar necessidade operacionais em rotas específicas (Caracas, Luanda e Maputo), para além do aluguer pontual, recorrente, em picos de operação/sazonalidade.

Considerando que a empresa terá intervenção direta no racionamento de gastos em rubricas não relacionadas com a operação, não podemos deixar de evidenciar que a margem para reestruturar a sua estrutura de gastos é diminuta, uma vez que apenas a rubrica de “Trabalhos especializados” não está, hipoteticamente, correlacionada com factos operacionais, e representa, apenas, 8% (em média) dos gastos totais.

4.5.3. Análise da estrutura das origens e aplicações em valores absolutos.

Como se pode observar, através da Tabela 4.4 a empresa cumpre a regra do equilíbrio financeiro mínimo dado que os capitais estáveis excedem, desde 2015, os ativos não correntes (investimentos). Essa diferença em termos quantitativos é dada pelo FM, ou margem de segurança obtida pela diferença entre os dois valores acima referidos. Como se observa, a empresa está a aumentar a sua margem de segurança, aumentando, em termos relativos, a contribuição dos capitais estáveis para o investimento.

Tabela 4.4 – Origens e aplicações em valores absolutos

(Valores em milhões de Euros)	2018	2017	2016	2015
Capitais estáveis	867.0	1 048.5	855.4	985.3
Fundo de maneo	180.0	314.1	34.4	299.9
Investimentos	687.0	734.4	821.0	685.4

4.5.4. Análise da estrutura das origens e aplicações com base nos rácios

O cálculo destes indicadores tem como base os valores de balanço, que no caso em concreto, não considera qualquer ajustamento ao seu o ativo, passivo e capitais próprios, vide Tabela 4.5

Tabela 4.5 – Origens e aplicações com base nos rácios

Indicadores	2018	2017	2016	2015
Cobertura dos ativos não correntes por capitais estáveis (CE/AnC)	1,26	1,43	1,04	1,44
Solvabilidade (CP/PT)	0,05	0,12	0,07	0,06
Autonomia Financeira (CP/AT)	0,05	0,11	0,07	0,06
Capacidade de Endividamento (CP/CE)	0,12	0,22	0,16	0,11

Os resultados obtidos confirmam que a empresa não detém um volume significativo de capitais próprios, contudo, vinha assumindo um peso relativo crescente de 2015 a 2017. Em 2018 os capitais próprios, segundo o rácio de autonomia financeira, cobriam 5% das aplicações totais (ativo total líquido), enquanto em 2017 essa cobertura foi de 11%.

No mesmo sentido, o rácio da solvabilidade em 2018 indica que o capital próprio cobria, igualmente, apenas 5% do passivo total, contrapondo com os 12% em 2017. O resultado alcançado em 2017 indicava que a empresa estava a reforçar a sua componente de capitais próprios pela retenção dos resultados positivos obtidos, sobretudo, em 2016 (33.517.806€) e 2017 (100.411.383€). Esta evolução reflete-se positivamente na capacidade de endividamento da empresa (evolui de 0,16 para 0,22) reforçando a confiança dos credores quanto à sua capacidade de obter financiamento externo.

Contudo, mais adiante será possível concluir se a empresa está a ter a melhor política de financiamento dos seus ativos, substituindo o capital alheio por capital próprio.

4.6. Avaliação da *Performance* Empresarial

Todos os sistemas de Gestão Baseada no Valor procuram alinhar os interesses dos gestores com o os interesses dos acionistas, logo, a *performance* empresarial deverá ser devidamente avaliada.

Uma avaliação sistemática da *performance* possibilita às empresas acompanharem os seus processos, produtos e serviços e a direcionarem esforços para as dimensões que considerem mais relevantes para os seus negócios, tais como os aspetos financeiros, operacionais e ambientais. As dimensões que as empresas considerarem mais importantes servirão como base

para a definição das métricas de desempenho, caracterizando o sistema de avaliação de *performance*.

A adoção de um plano estratégico bem formulado representa um dos fatores fundamentais para que as organizações enfrentem a complexidade do ambiente empresarial, mas não é a única condição suficiente para o seu crescimento. Alguns autores chamam à atenção para o facto de o processo de implementação de estratégias falhar em muitas empresas, exatamente pela fragilidade, ou mesmo, pela inexistência de sistemas eficazes de avaliação de *performance*.

4.6.1. Custo da dívida

Uma vez que o Grupo TAP, no período em estudo, não estava cotado em bolsa, conseqüentemente não tem classificação de crédito nem dívida de grau de investimento, o que torna bastante difícil apurar com total exatidão o custo marginal da dívida. Assim, optou-se por calcular o custo da dívida com base nos gastos com juros suportados em 2018 (no valor de 31.723.072 milhões de euros) sobre a dívida bancária à mesma data (no valor de 643.970.125 milhões de euros), obtendo assim um valor de 4.93% e assumindo que esta é constante ao longo dos períodos em análise.

4.6.2. Custo dos Capitais Próprios

O facto de o Grupo TAP não estar cotado em bolsa, dificultou o apuramento do custo de oportunidade dos capitais próprios. Assim, mediu-se o custo de capital próprio, através do CAPM, com base nos betas (medida de risco) médios do sector da aviação europeu.

Após análise dos betas *levered* (β) de todos os sectores europeus, conclui-se que o beta do Grupo TAP será igual ao do setor da aviação europeu, e terá um valor de 1.01, segundo o Damodaran.

Para a taxa de juro sem risco (R_f), foi utilizado o valor de 0,32% referente às yields das obrigações alemãs (*Bunds*) em janeiro de 2017, uma vez que Alemanha tem um *rating* de AAA (*Standard & Poor's rating*) e Portugal não.

Já no que refere ao prémio de risco do mercado (R_m), foi utilizado o valor de 7.37%, risco de Portugal, segundo o *Damodaran*.

Desta forma, podemos agora proceder ao cálculo do custo do capital próprio, com introdução de dívida financeira, através da expressão do CAPM, conforme a seguinte fórmula:

$$E(R) = R_f + \beta (R_m - R_f), (4.1)$$

Obtendo o seguinte resultado:

$$E(R) = 0.32 + 1.01 (7.37 - 0.32) = 7.44\%$$

Este é o custo dos capitais próprios do Grupo TAP uma vez que esta não está sujeita apenas ao risco operacional, ou seja, no caso de os rendimentos operacionais gerados serem suficientes para fazer face a todos os gastos operacionais. Mas, uma vez que o Grupo TAP tem a necessidade de recorrer a capitais alheios para fazer face aos seus gastos operacionais, e ao fazê-lo vai automaticamente introduzir um risco financeiro na sua atividade, assim este risco tem de ser contabilizado no apuramento do custo dos capitais próprios do grupo, neste sentido foi necessário calcular o custo dos capitais próprios, utilizando o beta *levered*. O custo dos capitais próprios do Grupo TAP é de 7.44%.

4.6.3. Custo do Capital (WACC)

Os pesos de cada fonte de capital devem ser pesos de mercado e não contabilísticos.

O WACC resulta da ponderação do custo do capital próprio e do custo do capital alheio após impostos, com o peso relativo de cada fonte de financiamento na estrutura de financiamento de um projeto ou de um resultado e que é calculado através da fórmula:

$$WACC = \frac{D}{D+E} \cdot Kd (1 - t) + \frac{E}{D+E} \cdot Ke, (4.2)$$

Tabela 4.6 – Rubricas de fonte de Capital

Rubricas (Valores em milhões de Euros)	2018	2017	2016	2015
Total do Capital Próprio	104.8	234.0	136.4	108.3
Total do Passivo	2 098.2	1 960.7	1 888.9	1 783.2
Total do Capital Próprio e Passivo	2 203.0	2 194.7	2 025.3	1 891.5
Taxa de Imposto Efetiva	29%	23%	5%	36%
Taxa de Custo do Capital Próprio (Re)	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%
Taxa de Custo do Capital Alheio (Rd)	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%
Resultados	2018	2017	2016	2015
WACC	3,67%	4,17%	4,88%	3,40%

Notas:

Re e Rd assumidas como constantes em todos os anos

Esta taxa é apropriada para atualizar os *cash flows* para o momento presente. No entanto, no caso da TAP SA, não se tratando de uma atualização de *cash flows*, verifica-se, através da Tabela 4.6, uma consistência em relação à estrutura de capital, uma vez assumidas como constantes as taxas de custo do capital próprio e a capital alheio.

4.6.4. *Return on Investment (ROI)*

O ROI é uma ferramenta de gestão que mede sistematicamente o desempenho passado e as decisões de investimentos futuros. Por outras palavras, é um instrumento financeiro que mede os resultados históricos e previsto.

O ROI é utilizado para melhorar o processo de tomada de decisão através de um melhor planeamento, auxiliando na avaliação das oportunidades de investimento e na avaliação e gestão da *performance*, como é o caso da TAP SA, avaliando assim a posição global de empresa em relação ao mercado.

Este indicador é considerado um dos mais adequados para avaliar o desempenho económico de uma empresa porque não é influenciado pela sua estrutura de financiamento. É utilizado, essencialmente, na comparação do desempenho de empresas que apresentem um nível de risco semelhante e na avaliação da *performance* de divisões, departamentos e unidades de negócio.

O seu crescimento pode potenciar a perda de valor para o acionista, isto é, os gestores podem reduzir o investimento mesmo que a taxa de rendibilidade seja superior ao custo de capital, ou aumentar o investimento mesmo com uma taxa de rendibilidade seja inferior ao custo de capital.

Este indicador parte do pressuposto de que os recursos financeiros são escassos e têm um gasto.

No entanto, ao calcularmos o ROI este apresenta uma distorção importante, pois as decisões operacionais ficam separadas das decisões financeiras, na medida em que, se financiarmos a empresa com capitais próprios em detrimento do financiamento da empresa através de capitais alheios, os resultados líquidos aumentam, fruto de menores encargos financeiros com juros, e consequentemente o ROI é mais elevado.

Uma vez que as decisões operacionais não ficam separadas das decisões financeiras incluímos no cálculo do ROI a componente dos juros e da taxa de imposto, efetuando o cálculo através de uma equação frequentemente utilizada:

$$\text{ROI} = \frac{(\text{Resultados Líquidos} + \text{Juros} (1-t))}{\text{Valor Contabilístico dos Ativos}}, \quad (4.3)$$

Tabela 4.7 – Evolução dos Resultados da TAP, S.A.

Rubricas (Valores em milhões de Euros)	2018	2017	2016	2015
Resultado Líquido	-58.1	100.4	77.6	-37.1
Valor Contabilístico dos Ativos	2 203.0	2 194.7	2 025.3	1 891.5
Valor Contabilístico do Capital Próprio	104.8	234.0	136.4	108.3
Taxa de Imposto Efetiva	29%	23%	5%	36%
Juros suportados	28.8	28.8	31.8	24.9
Juros x (1-Te)	20.3	22.0	30.3	16.0
ROI	-1,71%	5,58%	5,33%	-1,12%
WACC	3,67%	4,17%	4,88%	3,40%
Resultados básicos e diluídos por ação (em euros)	-7,00	12,10	9,35	-4,48
Total de ações detidas por 3ºs	8 300 000	8 300 000	8 300 000	8 300 000
Total ações emitidas	8 300 000	8 300 000	8 300 000	8 300 000

Através dos resultados, que figuram na

Tabela 4.7, é possível observar que a estratégia desencadeada pela administração da TAP S.A. obteve resultados positivos em 2017, dado que a taxa ROI (5.58%) apresenta um valor superior ao WACC (4,17%), demonstrando assim a eficiência da gestão na utilização dos capitais da empresa. Ainda assim, devido aos resultados negativos obtidos em 2018 e o aumento do valor dos ativos, uma vez que a empresa estava no início do processo de investimento relacionado a renovação/ampliação da frota, influenciaram negativamente o valor do ROI.

Uma desvantagem deste indicador está relacionada com o facto de o ROI não reconhecer que, maximizar a taxa de retorno, não significa que se esteja a maximizar o valor para os acionistas.

4.7. Cálculo do EVA da TAP, S.A.

Importa referir que, aquando do cálculo do EVA e em consonância com a IFRS 16 – Locações, deverá ser tido em conta o ajustamento das renda e locações operacionais, por acréscimo aos capitais investidos, contudo, por uma questão de prudência, foram seguidos os três passos considerados essenciais de acordo com Neves (2011).

1º PASSO – para o cálculo dos capitais totais investidos foi necessário somar ao total do capital próprio o valor correspondente aos proveitos diferidos (ativo corrente - diferimentos). Em relação às dívidas e segundo Neves (2011) o passivo cíclico não deve ser considerado como capital investido por ser um financiamento espontâneo do ciclo de exploração. Desta forma obtemos os valores anuais para os capitais investidos, conforme Tabela 4.8.

Tabela 4.8 - 1º Passo do cálculo do EVA

Cálculo EVA - 1º passo	2018	2017	2016	2015
Capital próprio ajustado a)	152.3	250.0	136.4	108.3
Dívidas = Dívidas médio/longo prazo + Tesouraria Passiva b)	775.9	724.1	835.1	887.1
Capitais totais investidos (em milhões de Euros)	928.2	974.1	971.5	995.4

Notas:

a) somados os proveitos diferidos ao total do Capital Próprio

b) considerada dívida remunerada

2º PASSO – de acordo com Neves (2011), para o cálculo do EVA, deve-se efetuar o cálculo do resultado operacional líquido de impostos, sugerindo que os resultados líquidos sem alavancagem financeira sejam calculados por ajustamento das despesas financeiras a partir dos resultados líquidos, contudo, como a TAP, S.A. apresentou resultado líquido negativo em 2015 e 2018, considerou-se o EBITDA.

Tabela 4.9 - 2º Passo do cálculo do EVA

Cálculo EVA - 2º passo	2018	2017	2016	2015
Taxa efetiva de imposto sobre os lucros	29%	23%	5%	36%
Resultados antes de juros e impostos a)	41.3	201.2	119.3	102.3
Cálculo dos Resultados Líquidos sem Alavancagem Financeira (em milhões de Euros)	29.2	154.1	113.7	65.5

Notas:

a) considerado o EBITDA em vez do EBIT

3º PASSO – para efetuar o cálculo do EVA, para os anos em análise, considerou-se o NOPAT líquido de impostos, e calculou-se o RCI tendo como numerador o EBITDA e no denominador o somatório do ativo fixo e as necessidades de fundo de maneiio.

Tabela 4.10 - 3º Passo do cálculo do EVA

Cálculo EVA - 3º passo	2018	2017	2016	2015
Capitais investidos	928.2	974.1	971.5	995.4
Rendibilidade dos capitais investidos (RCI) a)	6,41%	23,90%	12,67%	10,98%
Custo médio de capital - WACC	3,67%	4,17%	4,88%	3,40%
NOPAT b)	29.2	154.1	113.7	65.5
EVA (em milhões de Euros)	-4.9	113.5	66.3	31.7

Notas:

a) no denominador foi considerado o ativo económico = ativo fixo + NFM
b) considerado o EBITDA em vez do EBIT

De acordo com os valores obtidos na Tabela 4.10, pode-se observar que, em termos absolutos, a estratégia da TAP, S.A. não tem gerado valor económico para a empresa, apresentando um EVA negativo em 2018. Não se pode deixar de relevar que, apesar do RCI ser superior ao WACC, a rentabilidade obtida não se demonstra suficiente para fazer face aos investimentos.

4.8. Cálculo do CVA da TAP, S.A.

As empresas, com o objetivo de crescimento e de ganhar posição no mercado, por vezes, investem fortemente na aquisição e melhoria da eficiência dos seus ativos geradores de caixa, de forma a obterem vantagens competitivas duradouras.

O CVA para determinar o custo do capital utiliza o método CAPM, fazendo uma aproximação mais realista na medida em que utiliza uma base de dados histórica da empresa, facilitando a determinação do custo do capital em empresas não cotadas, como é o caso da TAP, S.A.

Segundo Fernandes (2002:49) entende que o método CVA «concilia, em simultâneo, a parte económica com a parte financeira, enquanto o EVA, tem apenas em linha de conta a parte económica da empresa».

Considerando que, no caso específico da TAP, S.A., as duas partes são essenciais para se tirar qualquer conclusão e, por isso, considerou-se o CVA como métrica relevante.

Para o cálculo desta métrica foram seguidos 2 passos essenciais que visam mitigar algumas distorções.

Segundo Neves (2011) os resultados do CVA obtém-se seguindo dois passos.

1º PASSO – passa por obter o valor do capital investido, que segundo Young e O’Byrne (2003:72) é referente à «soma de todos os financiamentos da empresa, juntamente com os passivos não onerosos de curto prazo, como as contas a pagar a fornecedores e as provisões para salários». Em suma, o capital investido é igual à soma do património líquido que pertence ao investidor com os empréstimos e financiamentos, de curto e longo prazo, pertencentes a credores. Para Neves (2011:78) o capital investido refere-se ao «investimento efetuado pelos credores e pelos acionistas na empresa». Assim, o passivo cíclico não deve ser considerado como

capital investido por ser um financiamento espontâneo do ciclo de exploração. Desta forma, e alinhado com Neves, obteve-se os valores que consta na Tabela 4.11, considerando como capital investido o passivo não corrente, ou seja, o capital alheio remunerado, apenas.

Tabela 4.11 - 1º Passo do cálculo do CVA

Cálculo CVA - 1º passo	2018	2017	2016	2015
Dados Balanço:				
Ativo Económico = Capital Investido	595.3	617.9	527.6	710.0
% Capital Próprio	17,60%	37,86%	25,86%	15,26%
Demonstração de Resultados:				
Amortizações do exercício	-4.2	-52.6	-51.3	-57.9
Provisões do exercício	-5.0	2.4	0.9	-0.3
Resultado operacional a)	41.3	201.2	119.3	102.3
Encargos financeiros	52.9	17.5	-13.4	11.1
Resultados antes de impostos ajustados	-11.6	183.7	132.7	91.3
Imposto sobre lucros ajustados	3.4	-43.0	-6.2	-32.8
Taxa efetiva de imposto sobre os lucros	29%	23%	5%	36%
Resultados líquidos ajustados (em milhões de Euros)	-8.2	140.7	126.5	58.4

Notas:

a) considerado o EBITDA em vez do EBIT

Assim como em outras métricas, o CVA apresenta uma limitação quando calculado com base nos resultados operacionais negativos. Assim, optou-se por considerar o EBITDA em vez do EBIT, uma vez que em 2018 a TAP, S.A. apresenta um EBIT negativo.

2º PASSO – passa por, além de extrair da DR o valor das amortizações contabilística, calcular as amortizações económicas que representam a anuidade que, capitalizada ao custo dos recursos (WACC), gera um valor acumulado equivalente ao valor dos ativos no final da vida útil.

Tabela 4.12 - 2º Passo do cálculo do CVA

Cálculo CVA - 2º passo	2018	2017	2016	2015
Resultados operacionais a)	41.3	201.2	119.3	102.3
Impostos sobre resultados operacionais	12.2	47.1	5.6	36.8
NOPAT a)	29.2	154.1	113.7	65.5
Amortizações contabilísticas	4.2	52.6	51.3	57.9
Amortizações económicas	24.6	166.5	92.3	118.5
CVA (em milhões de Euros)	-13.0	14.4	47.0	-19.2

Notas:

a) considerado o EBITDA em vez do EBIT

O modelo CVA ao ser introduzido para substituir os enviesamentos presente no modelo EVA, permitiu ultrapassar a distorção do efeito das depreciações, que provocam aumentos do valor do EVA, induzindo em erro a criação de valor por esse modelo. Ainda assim, os valores obtidos estão em linha com os alcançados no modelo EVA, ou seja, indicam que a política de investimento não tem criado valor económico para a empresa.

4.9. Cálculo do CFROI da TAP, S.A.

No que respeita à TAP e à representatividade que o seus ativos têm no seu desempenho económico, importa realçar que esta métrica poderá sofrer algumas distorções ao nível do desempenho económico, provocadas pela inflação, pelos diferentes períodos de vida, pela idade dos ativos, pelos diversos critérios de amortização dos ativos tangíveis e intangíveis. Só após estes ajustamentos, se pode considerar o CFROI uma ferramenta que analisa a rendibilidade ou o retorno do investimento.

Alinhado com Young e O’Byrne (2003) para o cálculo desta métrica foram seguidos 5 passos essenciais que visam mitigar algumas distorções.

1º PASSO - passa por estimar a vida útil dos ativos, isolando apenas os ativos que traduzem o investimento atual da empresa e calculado com base nas depreciações do mesmo.

Tabela 4.13 - 1º Passo do cálculo do CFROI

Cálculo CFROI - 1º passo	2018	2017	2016	2015
Ativo Corpóreo bruto	521.0	578.4	675.3	590.2
Imobilizações em curso	96.9	180.8	166.8	49.9
Outros Ativos	168.9	181.2	156.3	145.8
Ativo bruto amortizável - Equipamento Básico	255.2	216.4	352.2	394.5
Depreciações ativo corpóreo	70.7	52.6	51.3	57.9
Vida útil estimada dos Ativos	4	4	7	7

Um dos problemas deste cálculo é conseguir identificar o montante exato correspondente ao ativo corpóreo bruto. O facto de a empresa ter alienado aeronaves que estavam em regime de leasing financeiro, por substituição de outras em regime de leasing operacional e ACMI, faz com o a vida útil do se mantenha entre 2017 e 2018, apesar do aumento da frota em mais 8 aeronaves (de 88 em 2017 para 96 em 2018). Ainda assim, o cálculo é válido em relação à medição da *performance* da empresa.

Além de ter sido deduzido ao ativo corpóreo bruto todos os ativos que não equipamento básico – aeronaves, deduziu-se também as posições já consideradas pela aquisição de novos aparelhos que ainda não se encontram em atividade (a receber em 2019), indicadas como “Imobilizações em Curso”.

2º PASSO – passa por determinar os fluxos de tesouraria ajustados (*Gross Cash Flow*), que no caso da TAP, são de enorme relevo uma vez que 16% dos seus gastos operacionais totais correspondem ao pagamento de locações operacionais.

Tabela 4.14 - 2º Passo do cálculo do CFROI

Cálculo CFROI - 2º passo	2018	2017	2016	2015
Resultado Operacional	-29.4	148.6	68.1	-46.9
Depreciações	70.7	52.6	51.3	57.9
Rendas Leasing Operacional	152.0	140.5	118.6	76.8
<i>Gross Cash Flow</i> (em milhões de Euros)	193.3	341.7	237.9	87.8

Os valores da Tabela 4.14, corroboram os dados anteriores, uma vez que os gastos com locações operacionais apresentam um aumento superior ao aumento verificado nas depreciações.

3º PASSO – passa por determinar o capital investido ajustado (*Gross Cash Investment*) de acordo com a taxa de inflação aplicada a cada ativo ou conjunto de ativos depreciáveis e através de um cálculo acessório para obter o *presente value* dos leasings operacionais, para tal foi utilizado o recurso a uma calculadora online.

Tabela 4.15 - 3º Passo para o cálculo do CFROI

Cálculo CFROI - 3º passo	2018	2017	2016	2015
Ativo corpóreo depreciável	255.2	216.4	352.2	394.5
Ajustamentos por inflação a)	25.5	21.6	35.2	39.5
Imobilizado em curso	96.9	180.8	166.8	49.9
Valor atual do leasing operacional b)	2 884.6	635.1	686.2	444.5
Capital investido ajustado (em milhões de Euros)	3 262.2	1 054.0	1 240.4	928.3

Notas:

a) estimamos um ajustamento de 10%

b) utilizamos a função *time-value-money*

b) $i = 5\%$

Importa referir que o valor atual dos leasings operacionais foi obtido através do princípio subjacente ao cálculo de vida útil estimada dos ativos (1º passo). Para além da justificação dada para os poucos anos de vida útil obtidos em 2017 (4 anos), certos estamos de que o valor que agora influencia, em parte, o resultado do *Gross Cash Investment*, resulta da entrada de novas aeronaves previstas, ainda assim este cálculo deve ser feito de forma individualizada, uma vez

que a vida útil estimada de cada avião varia, o que provoca um aumento substancial do respetivo *presente value*.

4º PASSO – passa por determinar os ativos não depreciáveis (*Non Depreciating Assets*), assumindo a premissa de que esses ativos foram adquiridos há cerca de 14 anos, para efetuar o respetivo cálculo da inflação. Consideramos no cálculo as NFM recolhidas dos respetivos Relatórios e Contas da empresa.

Tabela 4.16 - 4º Passo para o cálculo do CFROI

Cálculo CFROI - 4º passo	2018	2017	2016	2015
Outros Ativos	168.9	181.2	156.3	145.8
Inflação a)	71%	63%	55%	48%
Ajustamento por inflação	120.0	113.9	86.2	69.6
Fundo de maneio necessário b)	123.7	263.3	266.2	342.2
Imobilizado em curso	96.9	180.8	166.8	49.9
Inventários	63.9	50.3	44.2	39.0
Ajustamentos nos Inventários	3.2	2.5	2.2	2.0
Ativos não depreciáveis (em milhões de Euros)	512.7	741.7	677.8	609.5

Notas:
a) aquisição há 13 anos
b) consideradas as NFM

Este passo é importante uma vez que ajusta o valor dos ativos não depreciáveis a preços correntes. Os valores apresentados têm vindo a aumentar desde 2015, por força dos ativos em cursos, ou seja, as posições já assumidas para a aquisição das novas aeronaves, sendo que a diminuição verificada em 2018 se deve ao facto de essas posições terem sido, em parte, realizadas nesse ano.

5º PASSO – passa por determinar o Cálculo do CFROI. Como a análise efetuada não pretende avaliar um investimento com base nos *cash flows* futuros e sim da *performance* dos anos em estudo, não se efetuou o cálculo da taxa interna de rentabilidade (TIR). Assim, o cálculo do CFROI foi efetuado com base na fórmula:

$$\text{CFROI} = \frac{(\text{Gross Cash Flow} - \text{Depreciações})}{\text{Investimento Total Ajustado}}, \quad (4.4)$$

Tabela 4.17 - 5º Passo para o cálculo do CFROI

Cálculo CFROI - 5º passo	2018	2017	2016	2015
Capital investido ajustado	3 262.2	1 054.0	1 240.4	928.3
Ativos não depreciáveis ajustados	512.7	741.7	677.8	609.5

Investimento Total Ajustado	3 774.9	1 795.7	1 918.2	1 537.8
<i>Gross Cash Flow</i>	193.3	341.7	237.9	87.8
Depreciações	70.7	52.6	51.3	57.9
CFROI	3%	16%	10%	2%

Perante os resultados obtidos podemos avaliar que a estratégia da TAP que visa o investimento e renovação da sua frota, produziu efeitos entre 2015 e 2017, muito por força dos resultados positivos que gerou em 2016 e 2017 e pelo, ainda, baixo nível de exigibilidade dos compromissos assumidos em 2015. Ainda assim, a fraca *performance* operacional da empresa em 2018, apesar do aumento exponencial dos investimentos, fizeram com que a empresa perdesse cerca de 13% do valor criado em 2017.

Ainda assim, procedeu-se ao cálculo do Spread CFROI.

Tabela 4.18 - Cálculo do spread CFROI

	2018	2017	2016	2015
Passivo + Capital Próprio	2 203.0	2 194.7	2 025.3	1 891.5
Passivo Circulante de Exploração	1 336.0	1 146.2	1 170.0	906.2
Total do Capital Próprio + Capital Alheio	867.0	1 048.5	855.4	985.3
Capital Próprio	41.2	111.8	57.6	56.4
Capital Alheio	825.8	936.7	797.8	928.9
Capital Próprio - peso relativo na estrutura	5%	11%	7%	6%
Capital Alheio - peso relativo na estrutura	95%	89%	93%	94%
Taxa de Juro Média	5%	5%	5%	5%
Remuneração Esperada Pelos Acionistas	9,19%	9,19%	9,19%	9,19%
WACC a valores correntes	5,20%	5,45%	5,28%	5,24%
WACC a valores reais	3,95%	4,20%	4,03%	3,99%
Spread CFROI = CFROI - WACC (valores reais)	-1%	12%	6%	-2%

O spread CFROI é um elemento muito importante na avaliação do valor criado ou destruído devido ao facto de ser considerado uma taxa de rentabilidade, incorporar a vida durante a qual os fluxos de caixa já ajustados são gerados pelos investimentos e que é comparada com o WACC corrigido de inflação.

Uma vez que o spread CFROI é positivo em 2016 e 2017(6% e 12%), é sinal que existe criação de valor, já em 2018, por ser negativo, a empresa está numa situação de destruição de valor.

De realçar a necessidade de calcular novo WACC, já que o modelo CFROI rejeita o uso do modelo CAPM como ferramenta para identificar o custo do capital próprio da empresa, pelo

facto de no cálculo do WACC, não considerar o custo do capital alheio líquido do benefício fiscal.

Muitos autores defendem o recurso ao CFROI como uma medida capaz de fornecer as melhores estimativas dos fluxos futuros, em detrimento da sua utilização como medida de desempenho.

Considerando que as empresas não devem usar um único indicador de desempenho para avaliar todas as situações, sendo que os indicadores usam um certo número de medidas em que cada uma gera benefícios e atende a diferentes propósitos.

5. Conclusão

5.1. Principais conclusões da investigação

A partir do ano de 2015, com a entrada da nova Administração foi iniciado um plano estratégico que visa, essencialmente, renovar e ampliar a frota da empresa, com objetivo principal de valorizar e rentabilizar os seus ativos fixos tangíveis e atingir níveis de eficiência que são fundamentais para a atividade do transporte aéreo, e para a criação de valor que se demonstrava essencial em 2015, ano em que apresentava destruição de valor económico (Spread CFROI de -2%).

Através do estudo desenvolvido pode concluir-se que as empresas, de forma geral, não devem usar único indicador de desempenho para avaliar todas as situações, uma vez que todos usam determinadas medidas em que cada uma gera benefícios e atende a diferentes propósitos. Apesar de todos os indicadores apresentarem resultados consistentes, considera-se o CFROI a métrica mais adequada para avaliar o desempenho económico da empresa dentro do contexto deste estudo, contudo, para a tomada de decisão não se deve afastar a necessidade de análise dos resultados obtidos nos três indicadores.

Observa-se, também, que o investimento em ativos, que aumenta o ativo da empresa, não deve ser desassociado da forma como o mesmo é financiado. Os determinantes mais importantes nesta observação são precisamente: a composição do seu capital, o seu custo e risco associado.

Todos os indicadores indicam que o autofinanciamento, através da consolidação de resultados líquidos positivos e de forma consistente, é determinante num processo de forte investimento, precisamente para financiar o custo do seu capital próprio, melhorar a sua avaliação e condições junto dos credores e mitigar o risco de incumprimento, como consequência do fraco desempenho económico-financeiro.

Em termos globais, as análises conjuntas destes fatores possibilitam avaliar a relação entre o investimento em ativos e a criação de valor económico que, no caso da TAP em concreto, através dos exercícios observados, conclui-se que a empresa não tem gerado valor económico, ou seja, não tem gerado valor acrescentado após cobrir todo seu custo de capital próprio e alheio.

De forma mais detalhada conclui-se que, através da análise feita aos anos em referência, 2015, 2016, 2017 e 2018, é perfeitamente identificável a execução desse plano e quais os seus efeitos financeiros, efeitos estes mais imediato, e os efeitos económicos que, tendencialmente, serão

exponenciados à medida que os aviões vão entrando em operação, e que obrigam a um acompanhamento e revisão dos valores apresentados, para ver até que ponto a atividade da empresa aleada ao seu investimento trará valor acrescentado.

Desta forma, em termos financeiros a TAP, S.A. valorizou os seus ativos fixos tangíveis através de projetos de investimento em novas tecnologias, alteração das cabines e, sobretudo, através do registo de adiantamentos por conta de ativos fixos tangíveis para aquisição futura de aeronaves. De salientar que a TAP, S.A., para cumprimento destas obrigações, beneficiou de um empréstimo obrigacionista, a 10 anos, no montante de 120 milhões de euros, ao abrigo do plano de capitalização do Grupo TAP definido no âmbito do Processo de Reprivatização e que se materializou no final de 2016.

Ora, se por um lado a valorização dos seus ativos se torna um fator determinante, a rentabilidade dos mesmo tona-se um desafio constante. A empresa detém um ativo corrente bastante elevado, um passivo corrente já renegociado, mas, ainda assim, bastante expressivo, também, mas com um grau de exigibilidade bastante superior ao grau de recuperabilidade dos seus ativos, dado que as transações entre partes relacionadas representam a maior fatia do ativo e que, através da análise histórica, é comprovadamente cíclico e tendencialmente crescente. Por este motivo, a empresa terá de agir sobre a componente de autofinanciamento através da consolidação de resultados líquidos positivos.

Para obtenção desses resultados positivos, importa referir que a empresa detém uma estrutura de gastos pesada, complexa e exposta a diversos riscos. Na parte operacional, a maior fatia de gastos está relacionada com o consumo de combustível cujo formação de preço é flutuante (preços correntes) e representa impactos consideráveis nas contas da empresa conforme a sua variação, dado que este representa mais de 20% dos gastos operacionais totais. Para combater, em parte, estes impactos, a empresa aposta na renovação de aeronaves em que a poupança de combustível é considerável, assim como em técnicas que façam diminuir o peso da envergadura do aparelho e, conseqüentemente, refletir uma poupança no consumo. Ainda assim, praticamente toda a composição dos gastos da empresa são de natureza operacional, deixando pouca margem para racionalização. Para contrabalançar esta componente de gastos rígida, a empresa aumentou recentemente (2017) as suas receitas, contudo, é de ressaltar o contributo para a formação da mesma proveniente de mercados com forte exposição cambial (preços correntes), nomeadamente o mercado brasileiro que representa mais de 30% das suas vendas. Este mercado, além do contributo para a formação de resultado, tem grande impacto nas contas a receber da empresa, uma vez, culturalmente, está instituído o pagamento parcelado de grande

parte dos bilhetes vendidos, ficando o ónus da reconciliação do lado da empresa e não do lado das empresas de crédito brasileiras.

A capacidade de endividamento da TAP S.A. ainda é substancialmente baixa, contudo, o contributo dos resultados positivos obtidos em 2016 e 2017 colaboraram positivamente para a consolidação do grau de confiança dos credores, uma vez que a empresa, em 2017, gerou 14% de meios libertos líquidos, contribuindo para o aumento da sua capacidade de autofinanciamento e no mesmo ano passou a atender a regra de segurança mínima com o Fundo de Maneio superior às Necessidades de Fundo de Maneio.

Apesar de ter registado resultados positivos em 2016 e 2017, de ter gerado meios libertos líquidos e fundo de maneio positivo em 2017, por força do aumento dos seus ativos, a empresa está obrigada a aumentar o nível de rentabilidade dos mesmos, facto que não se verifica em 2017, onde a taxa de rentabilidade dos ativos ficou nos 7%. Importa referir que o motivo que levou a considerar a totalidade do ativo neste rácio é a constatação de que, na sua génese, quase a totalidade do mesmo é não corrente, e por esse motivo a empresa terá de gerar autofinanciamento suficiente para cobrir as transações entre parte relacionadas.

Este trabalho foi desenvolvido com foco principal na componente operacional e o reflexo desta na estrutura financeira da empresa, não foi aprofundado a questão da liquidez uma vez que esta está subjacente na abordagem feita ao fundo de maneio e pode ser constatado que, através dos balanços comparativos elaborados, a TAP, S.A. não é uma empresa que detenha montantes elevados em caixa e seus equivalentes, dada o grau de exigibilidade do seu ciclo operacional. A gestão dos seus recursos líquidos é feita de forma constante para evitar qualquer constrangimento operacional.

5.2. Limitações da investigação

O presente trabalho apresenta como limitações a dimensão de ajustamentos contabilísticos necessário e que, eventualmente, não foram efetuados por falta de informação constante nos relatórios e contas da empresa.

Dado que o estudo se foca, essencialmente, na composição dos ativos fixos tangíveis, seria interessante avaliar, de forma isolada, como este investimento impacta nos resultados da empresa, contudo, seria necessário obter maior detalhe sobre a composição das rubricas contabilísticas consideradas nos cálculos efetuados, ou seja, como se se tratasse da avaliação de

um projeto específico. Embora a opção de trabalhar com as contas individuais da TAP, S.A., em detrimento das da TAP, SGPS S.A., tenha tido como objetivo afastar parte dessas limitações.

5.3. Sugestões para investigações futuras

De acordo com o âmbito da análise desenvolvida reconhece-se que esta avaliação não garante uma perspetiva futura (*cash flows*) uma vez que estamos a trabalhar com valores estáticos e não previsionais, ou seja, é indispensável o acompanhamento da evolução das rubricas utilizadas na elaboração destes cálculos. Importa, também, referir que com a alteração prevista de políticas contabilísticas (IFRS 16 - Locações) poderá impactar consideravelmente nos valores futuros e que no caso de reexpressão retrospectiva é provável que se obtenha resultados dissemelhantes.

Adicionalmente, e dando ênfase ao risco operacional, é importante referir que cerca de 13% dos gastos operacionais totais estão relacionados com o pagamento de rendas ao abrigo de locações operacionais de aeronaves e a manutenção e reparação das mesmas. Devido aos compromissos assumidos pela empresa com a aquisição de aeronaves em regime de locação operacional, e com a alteração do normativo internacional que regula estas operações, será interessante analisar os anos subseqüente para perceber os impactos reais que esta alteração terá nas contas da empresa. Por via da diminuição dos gastos operacionais e conseqüente impacto positivo nos resultados operacionais, é certo que esta mudança irá alterar a leitura e interpretação de rácios e *covenants* exigidos pelas empresas credoras que financiam as locações financeiras e pelos empresas credoras e fornecedores que financiam locações operacionais.

Em suma, este trabalho fornece todas as bases teóricas necessárias para consolidar o conhecimento adquirido em aula e através de senso crítico pode-se concluir que a TAP, S.A. detinha um ativo fixo tangível envelhecido e que necessitava urgentemente de investir na renovação, ampliação e eficiência da sua frota. Com todos os riscos inerente ao setor e aos mercados onde opera a TAP, S.A. terá, daqui em diante, de avaliar planos de contingências que mitiguem todos os riscos operacionais e financeiros de forma a evitar factos e ocorrências que impactem nos seus resultados líquidos, resultados esses que são essenciais para garantir o cumprimentos de todos os compromissos que a empresa tem vindo a assumir nos últimos anos, e que são essenciais para avaliar se a empresa está numa situação de criação ou distribuição de valor económico.

Consciente de que a dimensão e particularidade da empresa em associação ao contexto deste trabalho constituem um tema complexo e em constante evolução, reconhece-se que não se esgotam os temas na abordagem que se apresentam nesta Dissertação.

Referências Bibliográficas

- Arnold, G., Davies, M. (2000). *Value-based management - Context and Application*. Universidade do Estado da Pensilvânia: John Wiley & Sons Ltd.
- Betas by Sector US [Em linha]. 2020. [Consult. 01 de Mar. 2020]. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Biddle, G., R. Bowen e J, Wallace (1999). *Evidence on EVA, Journal of Applied Corporate Finance*.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. (1996). *Princípios de Finanças Empresariais* (5.ª ed.). Lisboa: McGraw-Hill Portugal.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas: teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman.
- Fernandes, A. B. (2002). *A avaliação de Empresas não cotadas na bolsa pelo método CVA – Aplicação às PME's do sector do azeite em Trás-os-Montes* (Dissertação de mestrado, Escola de Economia e Gestão – Universidade do Minho, Braga, Portugal). Disponível em <https://www.semanticscholar.org/paper/Sobre-a-avalia%C3%A7%C3%A3o-de-empresas-n%C3%A3o-cotadas-na-bolsa-Fernandes/f8d1a101a1d3745b57d29e2f7be4d8b7077f2851>
- Fernandes, J., Gonçalves, C., Rodrigo, J. e Santos, D. (2016) *Relato financeiro: interpretação e análise*, Vida Económica, Porto
- Fernández, P. (2001). *EVA and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation*. Madrid: IESE Business School.
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas – Vol. II* (4ª ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Martin, J. D., Petty, J. W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston: Harvard Business School Press.
- Neves, J. C. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2.ª ed.). Alfragide: Texto Editora.
- Porter, M. E. (2004). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.
- Transportes Aéreos Portugueses, S.A. (2019). *Demonstrações Financeiras Exercício de 2018*.

Transportes Aéreos Portugueses, S.A. (2018). *Demonstrações Financeiras Exercício de 2017*.

Transportes Aéreos Portugueses, S.A. (2017). *Demonstrações Financeiras Exercício de 2016*.

Transportes Aéreos Portugueses, S.A. (2016). *Demonstrações Financeiras Exercício de 2015*.

Time Value of Money Calculator [Em linha]. 2020. [Consult. 01 de Mar. 2020]. Disponível em:
<http://www.zenwealth.com/businessfinanceonline/TVM/TVMCalculator.html>

Young, S. D., O'Byrne, S. F. (2003). *EVA e Gestão Baseada no Valor – Guia Prático para Implementação*. Porto Alegre: Bookman.