

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



ISCAL

SISTEMAS DE INCENTIVOS
BASEADOS NO VALOR COMO
ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO

Rita Lima

Lisboa, Janeiro de 2014

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

SISTEMAS DE INCENTIVOS
BASEADOS NO VALOR COMO
ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO

Rita Lima

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em controlo e gestão dos negócios, realizada sob a orientação científica de Mestre Carlos Cabrito Caldeira, professor adjunto de Contabilidade e Auditoria.

Constituição do Júri:

Presidente: Doutora Maria do Rosário Justino

Arguente: Doutor Rui Manuel Franganito

Vogal: Mestre Carlos Cabrito Caldeira

Lisboa, Janeiro de 2014

DECLARAÇÃO

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas.

Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

DEDICATÓRIA

Dedico este estudo aos meus familiares, pelo apoio e incentivo a elaboração desta dissertação e a todos os que procuram conhecimento neste tema em questão. Dedico este estudo também ao meu orientador, Mestre Carlos Cabrito Caldeira como forma de homenagem á sua dedicação e interesse aos temas que leciona.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente ao meu orientador Mestre Carlos Cabrito Caldeira que lecionou a disciplina de gestão baseada no valor e me despertou a atenção para o tema desta dissertação. Por outro lado, agradeço as orientações dadas e a ajuda facultada, muitas vezes fora de horas de trabalho, que surgiram ao longo da elaboração deste estudo. Agradeço também as suas críticas e sugestões e pelo tempo despendido no apoio dado. Agradeço também a sua atenção e interesse e toda a motivação que me transmitiu, de forma a melhorar a realização deste estudo.

Agradeço á minha família em geral que sempre foram pacientes nesta jornada, nomeadamente nas noitadas; horas de lazer dedicadas a este estudo; os conselhos nas alturas em que surgiam os problemas e o apoio incondicional nos momentos mais difíceis.

Agradeço a toda a equipa da empresa em estudo, a Anónima SA, nomeadamente á doutora Anónima e Anónima que me facultaram os dados necessários para a elaboração prática desta dissertação. Agradeço também á minha colega de trabalho Rosa Sequeira que sempre me ajudou nos dilemas que iam surgindo.

Agradeço também às diversas entidades que me ajudaram a ter acesso a livros, artigos e dissertações de difícil acesso.

Este estudo permitiu-me aprender como pesquisar informações e procurar soluções, o que se traduz numa mais-valia muito importante para a minha vida presente e futura.

Agradeço de uma forma geral a todas as entidades que direta ou indiretamente contribuíram para a elaboração desta dissertação.

RESUMO ANALÍTICO

Atualmente, as organizações atuam a um ritmo cada vez mais exigente e cada vez mais stressante, depositando as suas responsabilidades nos seus colaboradores. Essa responsabilidade trata-se de impor ao colaborador prazos e qualidade de trabalho cada vez mais exigentes para que a organização possa ser competitiva e ser a melhor do mercado. Esta exigência terá que ser medida e compensada de modo ao colaborador não se sentir desmotivado, daí os sistemas de incentivos serem de extrema importância para o bom desempenho da organização.

Na época de crise na qual vivemos, os as recompensações não deverão ser abolidas mas sim ajustadas uma vez que a sua supressão gerará desmotivação nos demais colaboradores da organização.

Os colaboradores/gestores não se esforçam para atingir os resultados delineados pela administração, só se preocupam em receber uma compensação no fim do mês e assumem os seus postos de trabalho como um dado adquirido, assim sendo é crucial a elaboração de um sistema de incentivos adequado com vista a criação de valor para todas as entidades em redor da organização. Tal como todos os sistemas de recompensa têm as suas inferioridades os baseados no valor também o têm, mas é o sistema mais adequado para o benefício do acionista uma vez que determina o valor criado.

Palavras-chave: Incentivos; criação de valor; estratégia; crescimento.

ABSTRACT

Currently , organizations act to an increasingly demanding and increasingly stressful pace , depositing its responsibilities to its employees. This responsibility it is to enforce deadlines and quality of collaborative work increasingly demanding for the organization to be competitive and be the best in the market. This requirement will have to be measured and compensated so the developer does not feel unmotivated, hence the incentive systems are of paramount importance for the proper performance of the organization .

At the time of crisis in which we live , the compensations should not be abolished but adjusted since its deletion generates unmotivated other employees of the organization.

Employees/managers do not strive to achieve the results outlined by the administration only care about receiving compensation at the end of the month and take their jobs for granted , therefore it is crucial to the development of an appropriate system of incentives with a view to creating value for all entities around the organization. Like all reward systems have their inferiority based on the value too have it, but it is the most suitable system for the benefit of the shareholder as it determines the value created.

Keywords : incentives , value creation , strategy, growth.

ÍNDICE

DECLARAÇÃO.....	iv
DEDICATÓRIA.....	v
AGRADECIMENTOS	vi
RESUMO ANALÍTICO.....	vii
ABSTRACT	viii
ÍNDICE DE QUADROS	xi
ÍNDICE DE FIGURAS	xii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	xiii
ÍNDICE DE APÊNDICES	xiv
ÍNDICE DE ANEXOS	xv
LISTA DE ABREVIATURAS/SÍMBOLOS	xvi
1 OBJETO / OBJETIVOS.....	1
1.1 Metodologia geral.....	1
1.2 Estrutura da dissertação	2
2 REVISÃO DA LITERATURA.....	3
2.1 Criação de valor e gestão baseada no valor (<i>value based management</i>).....	3
2.1.1 Criação de valor.....	3
2.1.2 Gestão baseada no valor (<i>value based management</i>)	9
2.2 Instrumentos de análise do valor criado para o acionista	18
2.2.1 Indicadores de performance baseados no valor	21
2.2.1.1 EVA® VS ROI	25
2.2.2 <i>Balanced Scorecard</i>	25
2.3 Sistemas de incentivos.....	27
2.3.1 Aspectos fundamentais dos sistemas de incentivos	29
2.3.2 Medidas de avaliação de desempenho.....	31
2.3.2.1 Critérios de seleção das medidas do desempenho económico	33
2.3.2.2 As medidas de desempenho e a miopia de gestão	34
2.3.2.3 Características das medidas de avaliação de desempenho.....	35
2.3.3 Tipos de incentivos.....	36
2.3.3.1 Opções de Compra de ações pelos gestores (<i>Stock Options</i>).....	37

2.3.3.2	Planos anuais com valor predeterminado de opções.....	38
2.3.3.3	Planos anuais com número predeterminado de opções.....	39
2.3.3.4	Plano de opções recarregáveis	39
2.3.3.5	Planos de opções em ato único	39
2.3.3.6	Plano de opções indexadas.....	39
2.3.3.7	<i>Companion stock</i>	40
2.3.3.8	<i>Phanton stock</i>	40
2.3.4	Sistemas tradicionais de incentivos	41
2.3.5	Sistemas de incentivos não lineares/estimular o espírito empreendedor dos gestores.....	45
2.3.5.1	A rendibilidade supranormal e o valor criado para o acionista.....	48
2.3.5.1.1	Componentes e cálculo do EVA®.....	57
2.3.5.1.2	Cálculo do MVA® (<i>Market Value Added</i>).....	72
2.3.6	Sistemas de incentivos baseados no EVA®	74
2.3.6.1.1	Sistemas de incentivos em conta corrente – o modelo X Y.....	77
2.3.6.1.2	O sistema de incentivos baseados nos objetivos do EVA®	80
2.4	Estratégia de crescimento	85
3	ESTUDO EMPÍRICO	86
3.1	Metodologia.....	86
3.2	Descrição e Caracterização do estudo	86
3.2.1.1	Análise do mercado.....	87
3.2.2	Apresentação da empresa	88
3.2.2.1	Evolução histórica e base acionista.....	88
3.2.2.2	Atividade económica e financeira.....	91
3.2.2.3	Sistema de avaliação de desempenho	99
3.2.2.4	Aplicação do modelo proposto	99
3.2.2.5	Conclusão do estudo e considerações finais	119
4	CONCLUSÃO	121
5	REFÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	123
	APÊNDICES	130
	ANEXOS	142

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 2.1 Decomposição modelo CAPM	65
Quadro 2.2 Risco da empresa	66
Quadro 2.3 Banco de bônus baseado no EVA®	78
Quadro 2.4 Moderno plano de incentivos baseados no EVA®.....	81
Quadro 3.1 Posição da Anónima SA no setor 2010/2011	87
Quadro 3.2 Decomposição estrutura da Anónima SA.....	90
Quadro 3.3 Indicadores de gestão Anónima SA 2006-2011	91
Quadro 3.4 Análise económica Anónima SA 2006-2011	92
Quadro 3.5 Análise financeira Anónima SA 2006-2011.....	93
Quadro 3.6 Áreas de negócio Anónima SA	94
Quadro 3.7 Mapa de distribuição do volume de negócios de departamentos extintos.....	95
Quadro 3.8 Estrutura de distribuição do volume de negócios.....	96
Quadro 3.9 Mapa distribuição do valor da empresa.....	98
Quadro 3.10 Balanço funcional 2006-2011.....	100
Quadro 3.11 Cálculo NOPAT Anónima SA	101
Quadro 3.12 Capitais totais investidos	102
Quadro 3.13 Custo do capital próprio Anónima SA	106
Quadro 3.14 Custo do capital da Anónima SA	107
Quadro 3.15 Análise do EVA®.....	108
Quadro 3.16 EVA® gerado	109
Quadro 3.17 Distribuição de melhoria esperada de EVA®	111
Quadro 3.18 Prémio - Comerciais FL	113
Quadro 3.19 Prémio - Comerciais MF	113
Quadro 3.20 Prémio - Comerciais RA	114
Quadro 3.21 Prémio - Marketing Infantil.....	114
Quadro 3.22 Prémio – AF	115
Quadro 3.23 Prémio – Administração	115
Quadro 3.24 Prémio – Criativos	116
Quadro 3.25 Prémio – Estrutura.....	116
Quadro 3.26 Previsão de pagamento de prémios	117
Quadro 3.27 Prémios globais pagos Anónima SA 2006-2011	117

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 Fluxos de caixa livre	7
Figura 2.2 Ciclo de geração de valor para o acionista.....	11
Figura 2.3 Sucesso do programa VBM	12
Figura 2.4 Fases da gestão baseada no valor	13
Figura 2.5 Direcionadores de valor	14
Figura 2.6 Direcionadores de valor principais.....	16
Figura 2.7 Hierarquia das medidas de performance	21
Figura 2.8 Características dos sistemas de incentivos.....	30
Figura 2.9 Política da empresa vs sistema de incentivos.....	32
Figura 2.10 Critérios das medidas de avaliação da performance	35
Figura 2.11 Plano <i>Stock options</i>	37
Figura 2.12 Planos de opções sobre as ações da empresa	38
Figura 2.13 Modelo de incentivos baseados em metas orçamentais	41
Figura 2.14 Fatores para os gestores agirem em prol do interesse dos acionista	48
Figura 2.15 Balanço normal vs balanço EVA®	52
Figura 2.16 Valor residual vs EVA®	55
Figura 2.17 Decomposição EVA®.....	59
Figura 2.18 Decomposição do NOPAT.....	60
Figura 2.19 As quatro formas de custos de capital.....	63
Figura 2.20 Esquema resumo EVA®	70
Figura 2.21 Decomposição valor de mercado	72
Figura 2.22 Decomposição do valor da empresa.....	73
Figura 3.1 Organigrama - Anónima SA	89

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1 Volume de negócios Anónima SA 2006-2011.....	95
Gráfico 3.2 Percentagem média volume de negócios Anónima SA.....	97

ÍNDICE DE APÊNDICES

APÊNDICE 1 - RESUMO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	131
APÊNDICE 2 - DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2006 – ANÓNIMA SA	134
APÊNDICE 3 – DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2007 – ANÓNIMA SA.....	135
APÊNDICE 4 - DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2008 – ANÓNIMA SA	136
APÊNDICE 5 – DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2009 – ANÓNIMA SA.....	137
APÊNDICE 6 – DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2010 – ANÓNIMA SA.....	138
APÊNDICE 7 – DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2011 – ANÓNIMA SA.....	139
APÊNDICE 8- MÉDIA OBRIGAÇÕES DO TESOIRO	140

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1 - Demonstrações financeiras 2006	143
Anexo 2 - Demonstrações financeiras 2007	147
Anexo 3 - Demonstrações financeiras 2008	151
Anexo 4 – Demonstrações Financeiras 2009	155
Anexo 5 - Demonstrações financeiras 2010	159
Anexo 6 - Demonstrações financeiras 2011	161
Anexo 7 – Inflação Portugal - Inflação IPC português atual e histórico.....	163
Anexo 8 – Taxa de rendibilidade de OT a taxa fixa, por prazo residual - 10 anos (mensal)	165
Anexo 9 – Quadros da empresa e do setor 2011 – Banco de Portugal.....	172
Anexo 10– Volume de negócios por departamento Anónima SA.....	185
Anexo 11 – Certificado PME líder Anónima SA.....	210

LISTA DE ABREVIATURAS/SÍMBOLOS

B - *beta*

CA - Capital alheio

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CFROI - *Cash flow return on investment*

CI - Capital Investido

COV® - *Corrent operations value*

CP - Capital próprio

CT - Capital investido total

Di - Dividendo distribuído

DCF - *Discount cash flow*

E (R) - Retorno do ativo sem risco

EPS – Resultados por ação

EVA® - *Economic Value Added*

FGV® - *Future growth value*

ISR – Imposto sobre o rendimento

K - Custo do capital médio ponderado da empresa

Kd - Custo do capital alheio

Ke - Custo do capital próprio

Km - Custo médio do capital

ME – Melhoria esperada

MVA® - *Market Value Added*

NOPAT - Lucro Operacional após Impostos

OT's - Obrigações do tesouro

PER - *Price earnings ratio*

Pm – Preço da cotação

® - Marca registada

Rf - Taxa de juro sem risco

Rm - Valor esperado da rentabilidade do mercado

RCI - Rentabilidade dos capitais investidos

RO - Resultado operacional

ROI - *Return on Invest*

ROLI - Resultado Operacional Líquido de imposto

RONA - *Return on Net Assets*

SVA -*Shareholder Value Added*

T - Taxa de imposto sobre o lucro

TBR - *Total Business Return*

TIR - Taxa interna de rentabilidade

TSR - *Total Shareholder Return*

VAL - Valor atual líquido

VBM - *Value based management*

WACC - *Weighted Average Cost Of Capital*

1 OBJETO / OBJETIVOS

O objetivo desta dissertação é elaborar uma proposta de um sistema de incentivos baseados no valor, nomeadamente no real valor criado para o acionista. Muitas exposições têm sido feitas sobre o que é realmente o valor e como o conseguir atingir mas na prática nem todas as organizações apostam no aprofundamento desta temática. Uma organização não se deve apenas preocupar em gerar lucro, deve-se preocupar também em gerar valor acrescentado para todos os seus *stackholders*.

1.1 Metodologia geral

Esta dissertação foi elaborada através de uma revisão exaustiva da literatura em livros; artigos de jornais e revistas e em sites de interesse desta temática.

A metodologia aplicada neste estudo é um sistema de incentivos baseado na métrica EVA® (*Economic Value Added*) e tem por intuito incentivar os colaboradores da empresa em estudo, a Anónima SA, a assumirem riscos tal como se de acionistas se tratassem e não baseado em metas orçamentais como usualmente é usado nas empresas do mercado português.

Na organização em questão, os comerciais são recompensados segundo objetivos de vendas que são definidos a nível orçamental. Estes objetivos criam uma miopia de visão de curto prazo uma vez que limita os esforços dos comerciais a um patamar.

Para a aplicação da metodologia selecionada foram efetuadas as seguintes fases:

- ✓ Escolha do tema e revisão da literatura para o projeto da dissertação;
- ✓ Verificação junto do orientador se o tema é viável e pesquisa sobre o tema;
- ✓ Contato com a empresa do estudo de caso;
- ✓ Planeamento e organização dos dados recolhidos;
- ✓ Realização do trabalho escrito, do estudo do caso e considerações finais.

O objetivo central desta investigação é levar os comerciais da organização em questão a assumirem riscos como se fossem acionistas, nomeadamente a se esforçarem por melhorar o real valor criado para todos os *stackholders* e não apenas o valor de vendas, sugerindo deste modo um sistema de incentivos baseados no lucro supranormal.

A motivação para a elaboração deste tema deve-se ao facto de considerar os sistemas de incentivos uma importante componente nas organizações na medida em que a meu ver são um dos motores da organização.

Cada vez mais as organizações se deparam com a desmotivação dos seus colaboradores, sendo que estes cada vez mais se preocupam apenas com uma recompensa no fim do mês, não se preocupando com o real retorno para o acionista.

Algumas dificuldades irão ser encontradas na medida em que nem todas as pessoas pensam e agem de maneira igual, mas de uma forma geral o objetivo central é conseguir que os colaboradores/gestores melhorem o seu desempenho atingindo assim a criação de valor.

1.2 Estrutura da dissertação

A estrutura desta dissertação está dividida em introdução, desenvolvimento e conclusão. O desenvolvimento subdivide-se na revisão da literatura e no estudo de caso.

- ✓ Introdução e apresentação do tema;
- ✓ Revisão da literatura das matérias mais relevantes;
- ✓ Estudo de caso;
- ✓ Conclusões e considerações finais.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Criação de valor e gestão baseada no valor (*value based management*)

2.1.1 – Criação de valor

Atualmente o conceito de valor apesar do seu significado ser conhecido e percebido do senso comum de cada um de nós, é um conceito que cada vez mais se tem a necessidade de aprofundar, nomeadamente os gestores e acionistas que sentem cada vez mais a necessidade de se questionarem e de examinarem qual o seu real significado. A qualidade; os *timings*, a eficiência e a inovação são variáveis essenciais para o sucesso de qualquer negócio, logo torna-se cada vez mais importante para a organização ter estas variáveis diferenciadoras para se manter no mercado de uma forma competitiva. Porter (1998).

Ao longo dos tempos este conceito tem sido estudado e dissertado por diversos autores, como Stewart e Bennett (2005); Rappaport (2001); Martin e Petty (2000;2004); Young e O'Byrne (2003) e Neves (2002;2003;2004;2011) mas todos eles concordam numa coisa, que gerar valor é originar retornos sob o capital investido que excedam o custo desse mesmo capital (a riqueza é criada apenas quando a empresa cobre todos os seus custos operacionais e também o custo do capital).

Vejamos:

Stewart e Bennett (2005: 111) referem que « Para satisfazer os investidores astutos...uma empresa deve gerar uma taxa de retorno que exceda ao seu custo de capital.»

Rappaport (2001: 50) refere que o valor para o acionista «...estima o valor econômico de um investimento ao descontar os fluxos de caixa previstos pelo custo de capital.»

Martin e Petty (2004: 3) referem que «Os gestores geram valor para o acionista ao identificar e empreender investimentos que obtêm um retorno maior do que o custo para a empresa de levantar o capital.»

Young e O'Byrne (2003: 20) «...para criar valor para os seus accionistas, as empresas devem gerar retornos sobre o capital investido que excedam o custo desse capital.»

Neves (2011: 89) «...para criar valor, deveria conseguir obter uma rentabilidade superior ao custo do respectivo capital.»

Esta visão nem sempre foi abordada deste modo, gerar valor era ter a faturação/réditos superiores aos despesas, originando uma margem e essa margem era o lucro, ou seja, o valor criado.

Anteriormente ao início de década de 1990, o conceito de valor era simplesmente avaliar o capital e investi-lo usando o método DCF (*Discount cash flow*), mas com as pressões por lucros crescentes nos mercados desregulados levou-se á procura de novas métricas de avaliação da performance. Young e O'Byrne (2003).

Posteriormente, na década de 1990, colocou-se mais ênfase em balancear os interesses de todos que possuem interesse na organização, assumindo-se que os gestores devem ter em atenção aos interesses dos todos os *stackholders* (clientes; fornecedores; colaboradores; acionistas; comunidade local e governo) e não só apenas os interesses dos acionistas, ou seja, deve-se criar valor para o acionista mas mantendo a organização socialmente responsável. A maioria dos acionistas não têm a consciência do que é ou não ser socialmente responsável uma vez que só visam o retorno dos seus investimentos, deste modo, cabe ao gestor ter esse papel, ter o jogo de cintura para conciliar os interesses dos acionistas, dos *stackholders* e os seus. Rappaport (2001).

Assim, hoje em dia o conceito valor utiliza-se para avaliar e planear o desempenho dos negócios e dos colaboradores.

O conceito de valor a nível organizacional foi evoluindo ao longo dos tempos, sendo que atualmente a criação de valor deve ser quantificada no real valor criado para o acionista e não apenas nos resultados contabilísticos, deve ser baseado no mercado bem como no desempenho dos seus colaboradores. A criação de valor deve ser o objetivo principal de qualquer gestão da organização, não bastando a maximização do lucro, terá que se gerar valor e criar uma vantagem competitiva.

Rappaport (2001: 94) refere «A mensagem para os gestores é clara. Retornos máximos para os atuais acionistas materializar-se-ão somente quando a gestão maximizar o valor de longo prazo para o acionista e apresentar resultados intermediários que atestem sua credibilidade em progredir na obtenção da vantagem competitiva.»

Uma vantagem competitiva não se traduz apenas no curto prazo mas sim no longo prazo, assim só haverá valor se a vantagem se materializar a longo prazo. O mercado está em constante mudança, hoje poderá haver valor amanhã já não. Quando se pretende criar valor deve-se ponderar se devemos investir mas também deve-se ponderar em não se investir, muitas organizações afastam-se do modelo de criação de valor uma vez que pretendem apenas resultados imediatos, no curto prazo, nomeadamente, acompanhar os seus concorrentes, sacrificando assim a criação de valor de longo prazo.

Posto isso, poderemos nos questionar: maximizar o lucro por si só é gerar valor?

Não. O lucro contabilístico é manipulável pela chamada engenharia financeira, pelos ajustamentos contabilísticos que se fazem. Para se avaliar se a organização gera valor ou não deveremos compará-la com o mercado para verificarmos qual o valor desta para os investidores.

As organizações para vender os seus produtos analisam os demais concorrentes e os mercados em que estão inseridos para praticarem um preço justo e serem competitivos, o valor da organização é igual, deve ser comparada no mercado onde esta atua.

Esta comparação não é uma tarefa fácil, principalmente para organizações não transacionadas na bolsa de valores como veremos no capítulo 3, na aplicação do estudo de caso.

Podemos administrar ao conceito valor diversos significados, valor económico; valor contabilístico; valor de liquidação; valor de mercado; valor da empresa, valor para o acionista entre outros.

- ✓ **Valor económico:** Valor que o bem pode ser transacionado entre o comprador e o vendedor. Este valor é baseado no futuro uma vez que o comprador paga no presente com vista a receber algum valor no futuro;
- ✓ **Valor contabilístico:** É um valor histórico registado nas demonstrações das empresas e é questionável pois é distorcido;
- ✓ **Valor de liquidação:** Refere-se á situação financeira da empresa que precisa de liquidar alguns dos seus ativos ou obrigações;
- ✓ **Valor de mercado:** Valor que o ativo ou passivo poderiam ser transacionados no mercado, este é facilmente variável pelas especulações mas é aceite como um critério razoável de valorização;
- ✓ **Valor da empresa:** Reflete os *cash flows* obtidos sendo que estes não se sabem ao certo quando os receberemos;
- ✓ **Valor para o acionista:** Diz-se que existe valor para o acionista, quando os retornos obtidos excedem o custo do capital investido na empresa, ou no investimento. Helfert (2000).

Quando se pretende avaliar o valor de um negócio tem-se que se avaliar quanto vale hoje os fluxos de caixa¹ esperados futuros.

Para se estudar esta temática terá que se avaliar três componentes: a magnitude (se tudo se mantiver igual, à medida que os fluxos esperados aumentam melhor se traduz para o decisor); os timings dos fluxos de caixa, que refletem sempre um risco de incerteza de quando os mesmos ocorrerão e o grau de incerteza dos fluxos.

O fluxo de caixa livre é o que permite a empresa pagar os seus compromissos, assim sendo é a chave para se determinar o valor da organização. O valor da organização é orientado

¹ «O fluxo de caixa livre pode ser entendido como o volume esperado de dinheiro que remanescerá das actividades operacionais da empresa após a inversão dos respectivos investimentos.» Young e O'Byrne (2003::35).

para o futuro (expectativas) e não para o real desempenho da mesma, nomeadamente a nível da recompensação dos seus colaboradores. Deve-se procurar uma métrica que leve os gestores a pensarem no valor futuro da organização daí surge o EVA® como solução, este pode ser usado para os diversos níveis divisionais da organização.

Resumidamente, o EVA® é uma medida de desempenho e um fluxo (medida de lucro). Young e O'Byrne (2003).

A Figura 2.1 reflete a decomposição do fluxo de caixa livre.

Resultado Líquido
+ Depreciações e amortizações
= Lucros antes de juros, impostos e depreciações (EBITDA)
- Variação das necessidades de fundo de manuseio
- Investimentos em ativos fixos
- Reembolsos de capital de empréstimos obtidos
+ empréstimos obtidos no período

Figura 2.1 Fluxos de caixa livre

Fonte: Adaptado Martin e Petty (2004: 61).

O fluxo de caixa livre de uma organização é igual ao seu fluxo de caixa das operações efetuadas menos o investimento complementar feito em necessidades de fundo de manuseio e ativos de longo prazo.

Neves (2011) advoga que a imagem e a marca também são formas de gerar valor. Se a organização se encontrar em dissolução e a mesma for adquirida aparenta não ter valor, mas para a quem a adquire esta tem lá implícito um valor, nomeadamente uma marca; notoriedade; carteira de clientes e ativos fixos. Este arroga que a gestão baseada no valor analisa quais as áreas que poderão criar valor e busca o lucro de médio longo prazo.

Todos os *stackholders* têm que estar satisfeitos para que a organização gere riqueza. O que acontece atualmente é que muitas organizações ainda não focalizaram o seu objetivo principal na criação de riqueza para o acionista, não o consideram um objetivo prioritário,

acham que prioritário é vender e fidelizar clientes. Vender e fidelizar clientes não basta, todos os *stakeholders* devem estar satisfeitos, incluindo os acionistas que querem ver o retorno do seu investimento. Young e O'Byrne (2003).

A organização só gera valor se também gerar valor para o cliente, se não esta não é competitiva. Se os clientes não estiverem satisfeitos não compram, se não compram por sua vez a organização não tem lucros e conseqüentemente o acionista não tem o retorno desejado, daí deve-se construir uma relação de fidelização e de confiança de longo prazo com a carteira de clientes de forma a obter os resultados desejados. Geralmente esses resultados só são visíveis a longo prazo, primeiro tem que se plantar para depois se colher, numa organização também funciona assim, primeiro conquista-se a confiança do cliente e só depois se terá o retorno esperado. Rappaport (2001).

Existe criação de valor, quando os gestores conseguem investir em projetos com taxas de retorno acima do custo do capital e desinvestir nos negócios que acontece o oposto, por outro lado quando aumentam as taxas de rentabilidade dos ativos atuais também existe criação de valor. Caldeira (Apresentações módulo 1- 2011/2012: 28).

A criação de valor é a única que incorpora todas as informações que a organização possui, nomeadamente, as vendas e o crescimento de mercado partilhado com a satisfação do cliente; a confiabilidade dos produtos; a relação com os fornecedores; a produtividade do trabalho; os impostos; a reputação para os credores e não menos importante o retorno sobre o capital investido (apesar de o acionista ser o último a receber o retorno do seu investimento). Young e O'Byrne (2003).

A criação de valor deixou de ser assim um enigma e começou a ser um elemento evidente e essencial nos relatórios anuais de contas e discursos dos dirigentes.

Esta necessidade de se minuciar o conceito de valor e dada a sua importância nas organizações, levou á necessidade de criação de programas de gestão baseadas no valor VBM (*value based management*).

2.1.2 Gestão baseada no valor (*value based management*)

Um programa de gestão baseada no valor (VBM) visa a criação de uma educação e treinamento na organização com vista á criação de valor. Para se aumentar o valor, deve-se obter mais lucros operacionais sem ter que se investir mais capital; deve-se baixar os investimentos que obtêm retorno negativo e investir em projetos com retornos superiores ao custo do capital. Martin e Petty (2004).

A gestão baseada no valor busca sobretudo o envolvimento de todas as atividades em prol da criação de valor, mas a implementação deste sistema tal como qualquer mudança não é fácil de ser imposta na cultura da organização. Este sistema visa sobretudo a alteração da cultura da organização.

Usualmente os colaboradores não têm muito o espírito de entreajuda no seu local de trabalho, sendo que cada um apenas faz as suas tarefas e quando algum colega pede ajuda a resposta é que essa não é uma tarefa dele, assim este sistema ajuda a unificação da organização e a responsabilização de todos tanto pelo insucesso como pelo o sucesso da organização. Torna-se cada vez mais necessário que os colaboradores se integrem e participem na vida ativa da organização e não apenas com tarefas rotineiras que só os desmotivam. Neste sistema, os colaboradores devem ser chamados a participar e as chefias devem solicitar opiniões e envolver todos os subordinados num mesmo objetivo.

Este sistema fomenta assim que todos devem participar e fazer parte integrante da estratégia desenvolvida. Posto isto, a gestão baseada no valor visa promover a liderança organizacional e a disciplina e trabalho de equipa, poderá se dizer que é uma nova filosofia de liderança. O valor neste sistema é como o valor da organização em geral mas também com o valor para o acionista implícito.

A estratégia; os objetivos; os processos; as técnicas de análise; as medidas de performance e a cultura da empresa devem estar todos vinculados para a maximização do valor para o acionista, mas ao usarmos uma boa métrica não basta terá que haver uma estratégia bem delineada. Caldeira (Apresentações módulo 1- 2011/2012).

Para determinarmos como gerar valor teremos que avaliar quais os fatores determinantes do valor, nomeadamente quais os fatores chave em que nos devemos focar, esses fatores chave devem fazer parte do sistema de gestão baseada no valor criado.

Segundo Neves (2011) um sistema de gestão baseada no valor pretende motivar e premiar os colaboradores que criam valor acrescentado para o acionista.

A gestão baseada no valor e o EVA® são conceitos muitas vezes associados e por vezes igualados, mas Young e O'Byrne (2003) referem que a diferença entre o EVA® e gestão baseada no valor é que a gestão baseada no valor é um conceito mais amplo em que todos os processos devem estar voltados para a criação de valor. O EVA® é o caminho para se atingir a criação de valor, é uma ferramenta do programa de gestão baseado no valor.

O objetivo de um sistema de gestão baseada no valor é essencialmente eliminar os pontos fracos e realçar os pontos fortes por forma a criar estratégias que criem valor.

O sucesso de um investimento é a capacidade deste gerar riqueza para o seu investidor, com o evoluir do conceito começou-se a generalizar técnicas e processos de gestão que ajudam a criação de valor, devendo-se identificar as variáveis mais importantes para tal.

Martin e Petty (2004) afirmam que se deve reconhecer as oportunidades existentes e executá-las. As oportunidades surgem, deve-se elaborar estratégias chave e segundo isso deve-se averiguar se o capital humano está disponível para compor essas estratégias, assim, deve-se encorajar os gestores a alinhar no projeto. Este encorajamento deve ser motivador e ambicioso e através de um sistema baseado no valor.

Este sistema procura assim alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas bem como pretende construir um ciclo sustentável de valor através de decisões operacionais e estratégicas no longo prazo.

O planeamento estratégico; a alocação de capital; orçamentos operacionais; mensuração do desempenho; a recompensa salarial para os gestores e a comunicação interna e externa devem fazer parte integrante deste sistema. Young e O'Byrne (2003).

Muitas organizações não se preocupam com a busca de valor pois acham que é um sistema teórico e obsoleto. Stewart e Bennett III (2005).

O que regula o valor criado é o mercado, pois é o que ele vale para os investidores. Vejamos como a opinião é consistente nos seguintes autores:

Martin e Petty (2004: 6) referem que «Uma importante consideração na gestão baseada em valor é que as medidas de desempenho e o sistema de remuneração sejam orientados pelo mercado de capitais.»

O valor é determinado pelo mercado de capitais e os mercados querem é fluxos de caixa. Young e O'Byrne (2003).

Quando uma organização procura a busca de valor deve-se basear em princípios reguladores, um sistema de gestão baseada no valor cria um ciclo de geração de valor para o acionista. A Figura 2.2. reflete esse ciclo de geração de valor.



Figura 2.2 Ciclo de geração de valor para o acionista

Fonte: Adaptado de Rappaport (2001: 189).

O ciclo de geração de valor para o acionista é composto por cinco etapas:

- ✓ Deve haver um planeamento estratégico inicial;

- ✓ Seguidamente deve-se avaliar os recursos disponíveis e alocá-los corretamente;
- ✓ A terceira etapa passa por avaliar o desempenho do ciclo;
- ✓ Na quarta etapa deve-se remunerar e motivar os colaboradores;
- ✓ A quinta e última etapa deve servir para avaliar os resultados obtidos e comunicá-los aos gestores e acionistas.

Este ciclo permite verificar se a mudança implementada teve sucesso, rever e melhorar possíveis ações que correram menos bem. Todos devem participar neste ciclo, os órgãos de cúpula (investidores e gestores) e os gestores operacionais, sendo que os gestores de topo é que têm que saber passar a palavra aos níveis mais baixos da organização.

Para o programa VBM ter sucesso deve-se ter em atenção alguns aspetos, a Figura 2.3 esses aspetos.

Deve ser apoiado pelos executivos de topo;

Remuneração vs comportamento;

Deve entendido por todos.

Figura 2.3 Sucesso do programa VBM

Fonte: Adaptado de Martin e Petty (2004: 10).

Um programa de gestão baseado no valor, deve ser apoiado e controlado pelos executivos de topo, este não basta ser implementado, terá que ser aperfeiçoado e controlado por executivos de cúpula.

Por outro lado, os comportamentos dos gestores devem ser avaliados e remunerados segundo isso, se os gestores não forem avaliados pelos seus comportamentos tenderão a descuidar-se da estratégia proposta.

Para que o programa seja bem-sucedido deve-se envolver todos os colaboradores e dar a conhecer todos os pormenores possíveis sobre o mesmo.

Esta implantação/educação é muito importante para o programa ser bem absorvido e se obter o sucesso desejado.

Numa organização, quando se cria um novo produto/serviço, este deve trazer um valor acrescentado para todos os *stackholders* da organização, deve satisfazer e surpreender os clientes; deve motivar os colaboradores a fazerem um bom trabalho; deve trazer lucros e deve trazer valor para o acionista.

Como em qualquer gestão e sistema deve-se planear determinados tópicos guias, ou fases para que o sistema tenha sucesso, assim sendo, um sistema de gestão baseado no valor também deve seguir determinadas fases, a Figura 2.4. enumera essas fases.

Neves (2011) declara que a gestão baseada no valor deve ser elaborada segundo cinco fases: deve-se analisar as oportunidades de criação de valor; os objetivos e contratos psicológicos; a formação em gestão baseada no valor; a descentralização do poder de decisão e a partilha de valor económico criado.

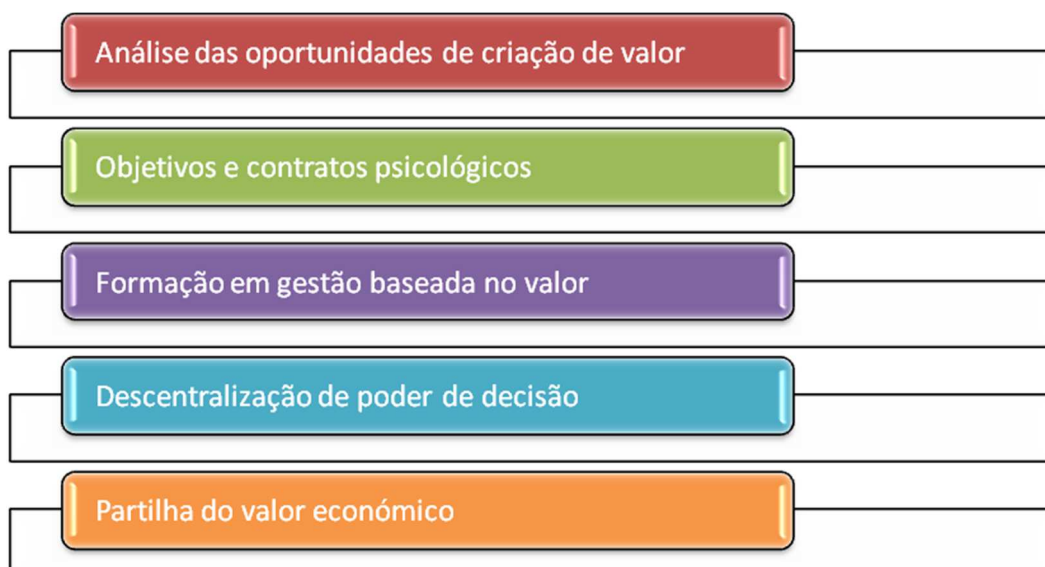


Figura 2.4 Fases da gestão baseada no valor

Fonte: Adaptado de Neves (2011: 133-135).

Primeiramente deve-se analisar as oportunidades existentes com vista ao valor, nomeadamente estudar os pontos fortes que criam valor na organização e melhorá-los. Por outro lado, deve-se evitar/eliminar os que destroem valor. Esta análise poderá ser feita por área de negócio realçando assim os pontos fortes e eliminando os pontos fracos em cada área divisional da organização.

Seguidamente deve-se impor na cultura da organização a visão de busca do valor, todas as áreas da organização devem ter como objetivo comum, a criação de valor, sendo que cada chefia deve inculcar na sua área divisional essa cultura como já referido anteriormente.

Para se inculcar uma cultura de criação de valor há que aprofundar quais os pontos fulcrais que geram valor e deve ser dada formação em gestão baseada no valor.

Estas fases também devem ser adaptadas a cada organização em particular.

Para se atingir a criação de valor deve-se planear e seguir linhas orientadoras, estas linhas orientadoras devem ser avaliadas segundo o grau de importância de geração de valor.

As linhas orientadoras são os chamados direcionadores de valor, a Figura 2.5 reflete os diversos direcionadores de valor.

Os *value drivers* são fatores de mensuração, financeiros e não financeiros que interferem na criação de valor, estes podem variar ao longo do tempo e não são iguais para todas as empresas. Caldeira (Apresentações módulo 1- 2011).

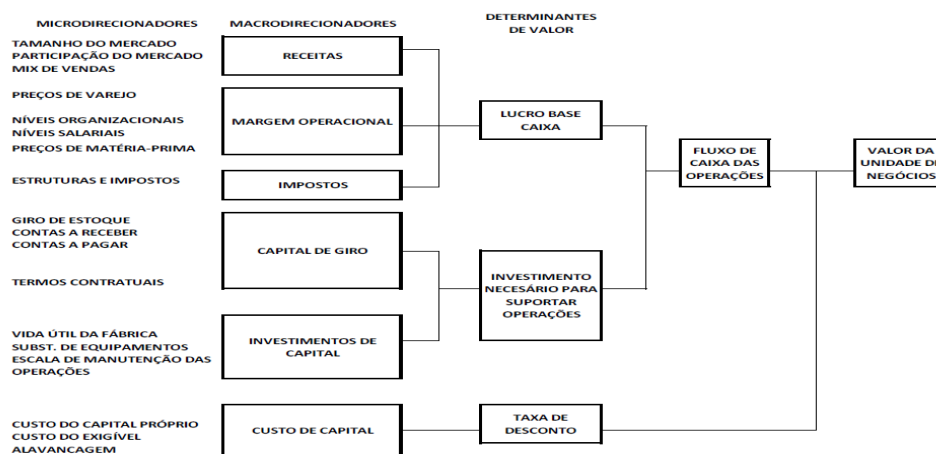


Figura 2.5 Direcionadores de valor

Fonte: Rappaport (2001: 196).

Rappaport (2001) diferencia a existência de dois tipos de variáveis determinantes do valor: os macro e micro *value drivers*. Os micro *value drivers* influenciam os macro *value drivers*. Estas variáveis devem ser hierarquizadas por ordem de importância.

Muitos são os autores que atribuem grande importância à análise e uso de direcionadores de valor. Vejamos alguns:

Rappaport (2001: 195) refere que «A análise dos direcionadores de valor é um passo crítico na busca por iniciativas estratégicas com maior impacto na criação de valor.»

Martin e Petty (2004: 78) também referem que «Compreender a importância destes direcionadores de valor é uma das coisas mais importantes que gestão pode fazer em sua busca para maximizar o valor ao acionista.»

Os direcionadores de valor devem ser analisados e aprofundados; deve-se fazer simulações de mudanças a vários níveis e tentar avaliar quais as possíveis melhorias.

O EVA® deve servir para avaliar os gestores e os níveis mais inferiores da organização com direcionadores que gerem o EVA®. Uma das medidas cruciais são as medidas orientadas para a maximização dos EVA®'s futuros, logo deve-se apostar na criação de valor no curto prazo mas também na criação de valor de longo prazo. Young e O'Byrne (2003).

Estes direcionadores devem ser aprofundados por cada área de negócio em particular sendo que deve-se dar mais enfoque aos que são críticos para a criação de valor, cada divisão cria o seu plano diretor sendo que se deve criar sinergias entre as unidades de negócio mais importantes. Rappaport (2001).

Os micro direcionadores devem ser definidos pelos gestores operacionais, sendo que estes micro direcionadores irão influenciar os macro direcionadores/financeiros. Os direcionadores financeiros são baseados em componentes do EVA® e os não financeiros em indicadores prospectivos do EVA®. Young e O'Byrne (2003).

Na Figura 2.6 consta um resumo dos direcionadores mais importantes que devem ser tidos em conta.

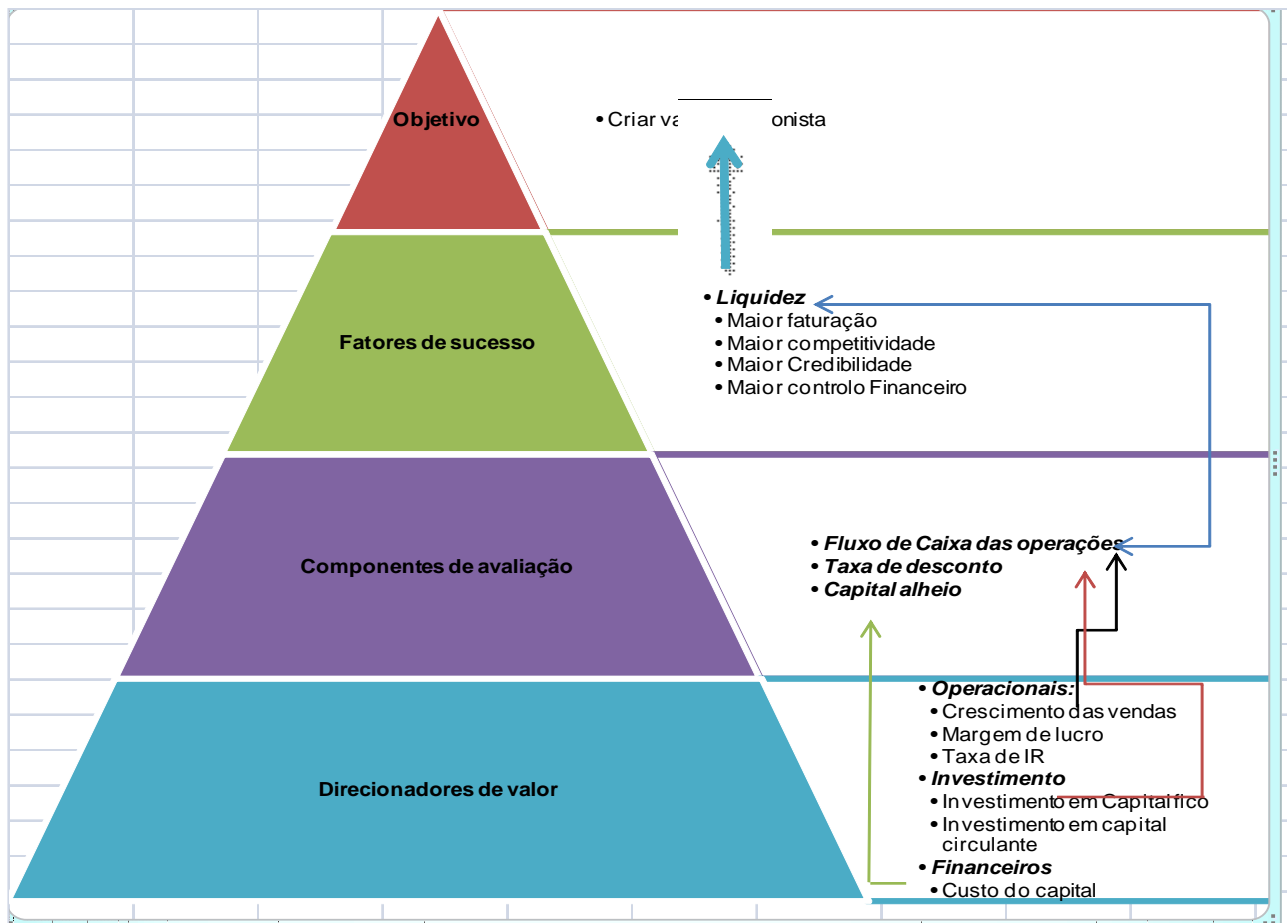


Figura 2.6 Direcionadores de valor principais

Fonte: Adaptado de Neves (2011: 137).

Direcionadores de valor:

- ✓ As decisões operacionais referem-se a gestão corrente do dia-a-dia da organização;
- ✓ As decisões de investimento referem-se ao investimento e desinvestimento de bens de imobilizado, financeiros e imobiliários;
- ✓ As decisões de financiamento são as operações que envolvem capital (financiamentos).

Posto isso Neves (2011) refere que uma decisão de gestão cria valor se:

Com os ativos gerados aumentar os fluxos de caixa (curto/longo prazo);

Deve-se analisar se os ativos existentes (investimentos) possuem uma rentabilidade inferior ao custo médio do capital, avaliando-se deste modo se deve-se desinvestir, manter ou inutilizar os ativos existentes.

Estas decisões devem ser analisadas segundo o valor de continuidade, de liquidação e de desinvestimento do investimento. A eficiência operacional; os investimentos em imobilizado (manter, expandir ou substituir); os custos fiscais inerentes e decisões relativas ao ciclo financeiro de exploração;

Ou;

Se amplificar as expectativas de aumento de resultados;

Neves (2011: 139) refere que «Um nível elevado de crescimento nem sempre se traduz em criação de valor. A criação de valor só existe se a rentabilidade marginal do reinvestimento for superior ao custo marginal do capital.»

Ou;

O período de crescimento superior a média do sector for prolongado; geralmente verifica-se no caso de monopólios que possuem vantagens competitivas no mercado, estas vantagens devem ser prolongadas, como exemplo temos a EDP (energias de Portugal) que atualmente procura combater a sua concorrente mais direta a Galp energias de Portugal. Estas vantagens podem ser obtidas pela imagem e marca; através do licenciamento da marca; do custo mais baixo e pela qualidade.

Ou ainda,

Se conseguir diminuir o custo do capital. Se reduzirmos o custo do capital o valor da empresa aumenta uma vez que os fluxos de caixa operacionais são atualizados ao custo médio do capital. Pode-se diminuir o custo do capital através da diminuição do risco de negócio (custos fixos reduzidos) e pode-se alterar a estrutura do capital em busca do equilíbrio financeiro, a que segundo Neves (2011: 143) «minimize o custo médio do capital».

Quando se pretende atingir uma determinada meta, deve-se considerar quais os melhores instrumentos de avaliação do objetivo pretendido, assim sendo, na criação de valor deve-se dentro da panóplia de instrumentos à disposição verificar qual será o mais eficiente e eficaz.

2.2 Instrumentos de análise do valor criado para o acionista

A medição do valor criado para o acionista é feita geralmente pelos gestores, mas para que os gestores sintam a necessidade de avaliar esse valor terão que ser motivados para tal. Assim sendo, tornou-se necessário dirigir mais atenção á problemática existente entre os conflitos de interesses entre gestores e acionistas. Estes conflitos de interesses é chamado a problemática da agência.

Jensen e Meckling (1976) defenderam que a relação de agência é como um contrato pelo qual uma pessoa recorre ao serviço de uma terceira pessoa para exercer em seu nome e por sua conta uma certa tarefa. Os custos de agência traduzem-se na tentativa de cada protagonista tentar satisfazer os seus interesses pessoais em vez de cumprir com os compromissos assumidos inicialmente com a organização.

Estes dois autores defendem que existe dois tipos de conflitos, o conflito acionistas/gestor e o conflito gestor /credores.

No primeiro tipo de conflito, os autores defendem que se os gestores fizerem parte do capital social da organização estes têm tendência a defender mais os interesses da mesma.

Jensen (1986) observou num estudo que realizou em que se aumentar o endividamento, aumenta-se a percentagem dos capitais próprios e reduz-se os *cash flows* disponíveis, sendo deste modo os gestores mais eficientes.

Já Slutz (1990) sustenta que os gestores são obrigados a gerir de forma mais eficiente os recursos disponíveis uma vez que aumentando o endividamento se diminui os *cash flows* disponíveis.

Quando existe conflitos entre o acionista e o gestor, isto tem influência na estrutura de capital da organização, os acionistas assumem mais riscos que os gestores e tendem a subavancar o valor da empresa. Young e O'Byrne (2003).

Os gestores conhecem bem a empresa mas não conhecem bem o mercado, o mercado tenta avaliar a empresa pelas atitudes que os gestores tomam, nomeadamente se a organização financia-se com empréstimos significa que á partida terá fluxos de caixa futuros para cumprir com essas obrigações logo é um sinal positivo para o mercado, já as emissões de dívida e aumentos de capital são um sinal negativo para o mercado. A este tipo de informação chama-se informação assimétrica. Young e O'Byrne (2003).

Os conflitos acionistas/ credores são visíveis quando uma organização atravessa problemas financeiros e dado um aumento de endividamento consequentemente aumenta os conflitos uma vez que os acionistas querem é defender os seus interesses pessoais e os gestores também.

Brealey; Myers e Allen (2008) referem que os custos de agência podem ser reduzidos através da monitorização do esforço e das ações do gestor, apesar de alguns custos não poderem ser evitados (auditorias e credores). Outra forma de reduzir os custos de agência é a atribuição de incentivos, este é de difícil implementação uma vez que nem sempre é justa, mas os acionistas devem dividir os seus ganhos com os gestores para se evitar conflitos de interesses.

Deste modo, torna-se cada vez mais crucial alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas. Rappaport (2001) e Stewart e Bennett III (2005) apresentam elementos concretos sobre como levar os gestores a agirem como se fossem acionistas, nomeadamente que a organização deve possuir um sistema de remunerações e medidas de desempenho que alinhem os interesses dos gestores com o interesse dos acionistas sendo isso essencial para a geração de valor.

Quem gere a organização é o gestor e as decisões menos importantes por vezes não chegam ao conhecimento do acionista, assim sendo é importante o gestor ser um aliado do acionista e não um inimigo, um gestor desmotivado não cria valor.

Para o gestor se tornar um aliado do acionista, deve-se oferecer ao gestor o que ele pretende que geralmente é remunerações e *status*.

A avaliação da performance é um dos dados mais importantes para a motivação do colaborador, esta deve ser justa e baseada em resultados reais e não nos resultados subjetivos, a avaliação feita por metas orçamentais pode prejudicar o colaborador uma vez que este é avaliado segundo o resultado da organização e se este for negativo não significa que o colaborador tenha tido um mau desempenho.

As métricas de avaliação da performance pretendem orientar a gestão da empresa para a implementação de medidas corretas com vista ao atingimento do sucesso e da criação de valor.

Brealey *et al* (2008) referem que o valor só pode ser recompensado se for bem medido se não corre-se o risco de recompensar algo que no fundo não gerou valor.

Os acionistas deparam-se cada vez mais com as seguintes questões:

- ✓ Como poderemos evitar conflitos de interesses com os gestores e levá-los a criar valor?
- ✓ Qual a melhor forma de remunerar os gestores?
- ✓ Como controlar os custos para os acionistas sem prejudicar novos projetos?

Todas estas questões devem ser ponderadas e se estabelecer esquemas de remuneração adequados, para isso segundo Young e O'Byrne (2003) deve-se:

- ✓ Alinhar os interesses dos gestores, dando-lhes incentivos para optarem por estratégias e investimentos que criem maior valor;
- ✓ Alavancar a riqueza, ou seja, os gestores devem ser bem pagos para atingirem os objetivos dos acionistas, tal como os políticos devem ser bem pagos para evitar a corrupção, o mesmo se aplica aos gestores;
- ✓ Retenção dos melhores gestores, principalmente nos períodos de menor desempenho da organização compensando-os bem. A ideia de que a organização está com prejuízo e não pode despende de capital para recompensar os colaboradores é um engano, pois os melhores colaboradores saem da empresa e isso pode ainda piorar mais a situação da mesma;
- ✓ Estabelecer limites de remuneração consoante a maximização da riqueza.

Hamel e Prahalad (1989) referem que a intenção estratégica é um alvo a atingir e esta é delineada mas vai sendo alterada consoante as necessidades. A intenção estratégica é o que direciona e motiva os colaboradores a atingir a estratégia proposta.

Para análise da estratégia a ser implementada primeiramente é necessário avaliar a avaliação de desempenho através de indicadores de análise correspondentes. Os indicadores tradicionais de análise de desempenho visam essencialmente a avaliação da performance da organização baseado em dados contabilísticos.

2.2.1 Indicadores de performance baseados no valor

Os indicadores de performance baseados no valor servem para indicar aos gestores e acionistas se os colaboradores estão a desempenhar uma boa performance e se os objetivos delineados estão a ser cumpridos. Neves (2011) refere uma hierarquia das medidas de performance e para que parte da organização devem ser usadas, a Figura 2.7 reflete esse resumo.

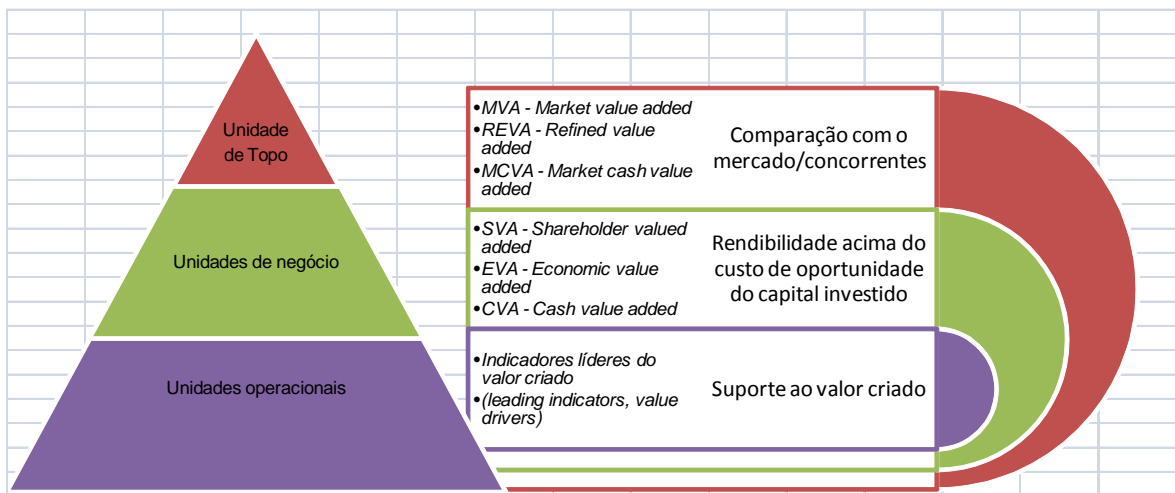


Figura 2.7 Hierarquia das medidas de performance

Fonte: Adaptado Neves (2011: 212).

Neves (2011: 200) refere também que «Os indicadores da performance utilizados pelas empresas podem basear-se em orçamentos e em objetivos, mas podem não ter esses instrumentos por base.»

No capítulo 2.3, sistemas de incentivos, será exposta diversas opiniões contra o uso de metas orçamentais para se avaliar a performance e se remunerar. Deve-se procurar acima de tudo avaliar o desempenho de todos os colaboradores baseados em métricas que criem valor para todos os *stakeholders*.

Carvalho (2008) refere que os indicadores de criação de valor devem ser vistos como instrumentos complementares, devem servir de ajuda ao identificar as primazias e insucessos do sistema de gestão e procurar os fatores chave para anular esses fracassos.

O processo de decisão de uma organização é apoiado por um processo de avaliação de desempenho que deve ser eficaz, este processo permite avaliar a hipótese de novos investimentos ou retificar os que não estão a correr tão bem.

A medição do desempenho económico-financeiro apresenta-se de várias formas de análise e mensuração e deve ser um ponto fulcral da organização a ser estudado.

A avaliação da performance empresarial pode ser feita através do modelo contabilístico ou do modelo económico.

O modelo contabilístico utiliza o chamado *price earnings ratio* (P/E) que relaciona o preço das ações no mercado com os resultados por ações.

$$\frac{PER = \text{Preço da cot ação (pm)}}{\text{Resultados por ação (EPS)}} \quad (2.1)$$

Fonte: Ferreira (2002: 131).

O modelo económico por sua vez já refere que o preço das ações é originado pelos *cash flows* gerados e o risco associado a estes. Caldeira (Apresentações módulo 2- 2011/2012).

TBR (Total Business Return)

Esta taxa foi desenvolvida pela *Boston Consulting Group* e é considerada uma taxa TIR (taxa interna de rentabilidade)² uma vez que avalia o negócio desde o início até ao fim é muito utilizada para avaliar empresas não cotadas na bolsa de valores.

Os *cash flows* atuais e futuros são projetados separadamente, incorporando deste modo taxas de retorno dos ativos atuais e da prospeção do seu crescimento futuro, fazendo-se

² **TIR** (taxa interna de rentabilidade) é uma taxa de retorno que se espera receber do investimento feito.

assim uma ligação entre a performance gerada e o valor criado para o acionista. Estes valores, iniciais e finais, são estimativas do valor de mercado da organização.

Esta taxa indica-nos quanto vale a unidade de negócio, o valor dos *cash flows* gerados. A previsão dos *cash flows* já incorpora investimentos futuros.

Para um período usa-se a seguinte fórmula de cálculo:

$$TBR = \frac{- \text{valor inicial do negócio} + \text{Fluxos de tesouraria} + \text{valor final}}{\text{Número de anos}} \quad (2.2)$$

Fonte: Ferreira (2002: 250-251).

TSR (Total Shareholder Return)

A TSR é uma taxa de avaliação da performance na criação de valor para o acionista que resulta da ponderação num determinado período das alterações ocorrentes no mercado e mais os dividendos pagos aos acionistas.

Se o mercado tem elevadas expectativas sobre a performance do preço das ações, a empresa tem mais dificuldade de ter uma TSR elevada, se as expectativas são baixas pode-se obter elevadas TSR mas não significando que as melhorias de desempenho tenham sido tão elevadas com aparentam, compensando-se deste modo os gestores erradamente.

O cálculo da TSR é efetuado através da seguinte fórmula:

$$TSR_i = \frac{D_i + P_i - (p_i - 1)}{P_i - 1} \quad (2.3)$$

Fonte: Ferreira (2002: 250-251).

Onde,

Pi=Preço da ação ou cotação;

Di = Dividendo distribuído.

O SVA (Shareholder Value Added)

O SVA é o lucro económico gerado de um investimento em que a taxa de retorno é superior ao custo do capital dos acionistas.

Esta métrica permite comparar as previsões feitas antes da implementação da estratégia e a real criação de valor para o acionista. O SVA tem vindo a reforçar este conceito, acrescentando o custo do capital em que a empresa não cria nem destrói valor e em que a rentabilidade é igual ao custo do capital. Vejamos a sua fórmula de cálculo:

$$SVA = \text{valor atual dos cash e do valor de continuidade} - \text{valor de liquidação atual} \quad (2.4)$$

Fonte: Rappaport (2001: 72).

O SVA na sua posterior avaliação é como um *break even point* no conceito de valor, indica-nos o que prevemos libertar de *cash flows* no futuro em relação ao que valem hoje. O SVA é baseado em números e deverá selecionar a melhor estratégia, ou seja a estratégia geradora de valor. Caldeira (Apresentações módulo 3 - 2011/2012).

O EVA®

O EVA® pretende medir a criação de valor, através da avaliação se o capital empregue num investimento está a ser bem utilizado e a gerar valor ao acionista. O EVA® representa essencialmente a criação de valor gerada entre o valor investido e os custos neles implícitos. Este conceito tem vindo a ganhar uma crescente importância nas empresas na avaliação da performance e no controlo da gestão da organização, a grande diferença das outras métricas é que o EVA® tem em conta todo o custo do capital da empresa, o capital próprio e o capital alheio. Não é um indicador para ser usado sozinho mas sim com apoio de outros indicadores. Este conceito irá ser aprofundado no capítulo 2.3 (sistema de incentivos).

2.2.1.1 *EVA® VS ROI*

O ROI (*return on Invest*) pondera os resultados obtidos com o valor contabilístico dos ativos (investimento total), este apenas baseia-se num período ignorando o que acontece noutros períodos, para além disso o ROI melhora quando se substitui o capital alheio pelo capital próprio, pode-se acrescentar ao numerador da fórmula o componente + juros*(1-T) para combater esta discrepância mas mesmo assim o ROI não é a melhor taxa de retorno dos investimentos da organização. O ROI também ignora que a taxa de retorno deve ser superior ao custo do capital (ao contrário do EVA®); não incorpora a variável risco e não reconhece que aumentar o retorno não significa que se gere valor para os acionistas, na ótica do ROI aumentar a taxa do retorno significa criar valor para os acionistas. Caldeira (Apresentações módulo 2- 2011/2012).

$$ROI = \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Valor contabilístico dos ativos}} \quad (2.5)$$

$$ROI = \text{NOPAT/CI} \quad (2.6)$$

2.2.2 *Balanced Scorecard*

A estratégia é um elemento essencial das organizações, sendo o sistema de incentivos um meio para se atingir a estratégia definida. O *Balanced Scorecard* é um instrumento de controlo e gestão e de implementação da estratégia. Este modelo surgiu na década de 1990 pelo instituto *Nolan Norton* e é usado em diversas organizações como forma de guia de estratégia. Este instrumento é usado pelos executivos comunicarem a estratégia e educarem os colaboradores a detetarem os melhores negócios, logo é um programa de mudanças. Kaplan e Norton (2001).

Neves (2011) refere que o *Balanced Scorecard* permite criar uma visão estratégica, melhorando deste modo o planeamento e a comunicação entre todos os elementos da

organização, por outro lado também avalia os desvios e procura melhorar estes num próximo ciclo.

O *Balanced Scorecard* e o EVA® podem ser calculados a nível corporativo, mas a um nível divisional já não é tão fácil de se calcular.

Young e O'Byrne (2003: 258) referem que «O *scorecard* é mais que um instrumento para identificar direcionadores de valor não- financeiros orientados ao futuro.»

O mapa estratégico e o programa do *Balanced Scorecard*, através dos ativos explicam o processo de criação de valor, sendo deste modo uma ferramenta de criação de valor. Kaplan e Norton (2001).

Os gestores neste sistema devem-se preocupar essencialmente com quatro perspetivas chave:

- ✓ **Perspetiva dos clientes**, nomeadamente objetivos; indicadores; metas e iniciativas;
- ✓ **Perspetiva de processos internos** que organiza os processos e executa atividades;
- ✓ **Perspetiva de aprendizagem e desenvolvimento**, mais concretamente, as competências da organização a nível humano e a nível das tecnologias de informação;
- ✓ **Perspetiva Financeira**, onde se avalia a implementação e execução das estratégias que melhoram os resultados da organização.

Kaplan e Norton (2001).

Os planos de bonificação baseados em *Scorecards* geram alguns problemas nomeadamente quando os colaboradores são avaliados segundo várias medidas. Os gestores irão procurar melhorar o desempenho das medidas que lhes trazem maior recompensa. Young e O'Byrne (2003).

As ferramentas utilizadas para a avaliação de desempenho, são importantes para a conceção de um sistema de incentivos, sendo que estes dois fatores (desempenho e incentivos) estão sempre interligados. Jordan; Neves e Rodrigues (2002).

2.3 Sistemas de incentivos

Cada vez mais o binómio desempenho/recompensa é uma preocupação dos acionistas assim sendo, para os colaboradores atingirem os seus objetivos têm que ser motivados, igualmente, cabe à organização perceber sobre quais são os tipos de estímulos que os seus colaboradores necessitam para que estes se sintam satisfeitos e realizem o seu trabalho de modo eficiente.

Os incentivos são componentes variáveis do salário, dependentes dos objetivos atingidos no período em análise, podendo ser com base no desempenho individual ou de grupo mas geralmente este tipo de benefícios aumenta consoante o nível hierárquico do colaborador.

Um sistema de incentivos é uma ferramenta do sistema de controlo de gestão que pretende motivar os colaboradores a atingir os resultados propostos.

Existem incentivos financeiros (bônus e salários), os incentivos sociais (férias e localização geográfica) e os incentivos psicológicos (*status*). Anthony e Govindarajan (2007).

Para Bonner e Sprinkle (2002) os incentivos financeiros permitem o aumento da motivação dos gestores levando deste modo ao aumento da performance empresarial.

Rappaport (2001) bem como Stewart e Bennett III (2005) concluíram que indicadores de desempenho baseados no valor criado para o acionista são os melhores de avaliação de performance.

As recompensas aos colaboradores devem ser parecidas às dos acionistas para que as medidas internas e sistemas de remunerações sejam equiparadas ao sistema externo de mercado de capitais. Martin e Petty (2004).

Brealey *et al* (2008: 266) também referem que «...não há sistemas de incentivos perfeitos.»

O sistema de incentivos é uma poderosa ferramenta na gestão do capital humano e visa atrair, motivar e reter os melhores colaboradores de uma organização, este deve ser inculcado na cultura da mesma e ser perceptível por todos, assim, deve ser justo e motivador para encorajar os colaboradores a atingir os objetivos propostos.

Chingos (2002) refere que se deve elaborar estratégias de recompensas e que essas são muito importantes para a competitividade da empresa. Estas estratégias baseiam-se em pagamentos, benefícios e carreira.

Os sistemas de incentivos implantados nas organizações são processos fundamentais para a motivação dos colaboradores. Estes processos que têm por base os elementos de avaliação de desempenho dos colaboradores em prol do cumprimento dos objetivos gerais da organização e do colaborador individualmente traduzem-se, normalmente no final do ano, em recompensas, ou seja, em reconhecimento por todos os seus esforços.

Camara (2000) define que o sistema de remuneração deve estar alinhado com a estratégia da empresa uma vez que estes melhoram a motivação e a produtividade.

Já Chiavenato (2004) aponta que ninguém investe dinheiro sem esperar algum retorno em troca, deste modo, deve-se delinear uma remuneração justa para cada colaborador.

É importante distinguir o conceito de salário de remuneração, o salário é a contraprestação que o empregador paga ao colaborador e a remuneração para além do salário contempla outros benefícios. Chiavenato (2004).

Assim sendo, os incentivos visam:

- ✓ Criar valor para o acionista;
- ✓ Reter talentos e;
- ✓ Motivar.

Os sistemas de incentivos se não são bem concebidos, podem ter uma aceitação e impactos negativos na organização gerando deste modo quebra de produtividade e afetando consequentemente a criação de valor.

Estes fazem parte do sistema de controlo de gestão em os colaboradores esperam sempre que os seus esforços sejam recompensados, uma empresa sem sistema de incentivos não terá sucesso a longo prazo.

2.3.1 Aspetos fundamentais dos sistemas de incentivos

Segundo Justino (2007), o sistema de incentivos consiste num conjunto de medidas planeadas para motivar os colaboradores, de modo a que estes alcancem os objetivos determinados, estimulando-os a exercer um maior desempenho e atingir os melhores resultados.

Já Camara (2000: 87) define que «O sistema de recompensas é o conjunto de instrumentos coerentes e alinhados com a estratégia da empresa, de natureza material e imaterial, que constituem a contrapartida da contribuição prestada pelo empregado aos resultados do negócio, através do seu desempenho profissional e se destinam a reforçar a sua motivação e produtividade»

Um sistema de incentivos deve estar dentro da cultura da organização, sendo um elemento importante desta. Os colaboradores da organização é que fazem a mesma, daí os incentivos serem uma ferramenta muito importante para manter os colaboradores motivados e empenhados em gerar valor, assim, este não deve ser um mero procedimento mas sim um plano estratégico bem delineado. Neves (2011).

A melhor solução para se atingir a real criação de valor é através de incentivos. Rappaport (2001).

Um gestor sem bónus não se esforça para encontrar e por em prática projetos compensadores, evita o risco e corre-se o risco de acontecer problemas de fluxo de caixa livres onde existe muitos recursos e poucas hipóteses de investir. Brealey *et al* (2008).

A administração tem de organizar a empresa para a performance, alinhando os interesses de todos com os da empresa, o que exige um sistema compatível, em que o sistema de incentivos aparece por vezes como um instrumento adicional para gerir a motivação. Neves (2011).

O sistema de incentivos não deve ser apenas um instrumento adicional para gerir a motivação, mas sim ser um fator determinante do bom desempenho do colaborador. Ninguém produz só por produzir, por norma os colaboradores trabalham com a obrigação

de obter uma remuneração no final do mês para poder pagar as suas contas, daí a remuneração ser de extrema importância e não um instrumento adicional. Outros incentivos como o reconhecimento e o *status* também geram motivação ao colaborador, mas estes só por si não satisfazem as necessidades básicas do ser humano.

Neves (2011: 199) refere «O salário é uma remuneração fixa anual e parte dos benefícios sociais e pessoais são fixos e outros são variáveis em função dos acontecimentos... A única componente da remuneração que está relacionada com a performance é o prémio.»

Os sistemas de incentivos devem ser bem delineados e possuir determinadas características. Geralmente quando se concebe um sistema de incentivos não se tem em conta determinados pormenores que poderão causar o insucesso do sistema de incentivos.

A Figura 2.8 reflete as características principais de um sistema de incentivos.



Figura 2.8 Características dos sistemas de incentivos

Fonte: Adaptado de Neves (2011: 208)

A performance da empresa pode ser avaliada segundo as demonstrações da empresa, mas a avaliação do gestor não deve ser baseada nisso. Os indicadores de desempenho devem ser bem escolhidos, consoante os objetivos a atingir-se e a cultura da empresa.

Nos sistemas de incentivos devem ser também avaliados quais os instrumentos financeiros usados, nomeadamente os tipos de incentivos habituais.

O nível de arbitrariedade deve ser avaliado com atenção, não se deve basear numa fórmula fixa, mas também não se deve deixar o gestor escolher o seu incentivo, por outro lado os incentivos devem ser quantificados segundo o risco e rentabilidade a que o gestor está exposto, devendo-se distinguir os diversos tipos de gestores (funcionais, divisionais e de topo).

A frequência do prémio também terá que ser avaliada, geralmente é anualmente, mas existe empresas em que se atribuem incentivos só no ano seguinte.

A questão do pagamento do prémio deve ser refletida e tida em conta, deve-se avaliar a cultura imposta na empresa e ter em atenção as mudanças neste sentido, por exemplo, se a empresa não pode dar incentivos no ano corrente, poderá criar um sistema de conta corrente de acumulação de incentivos e bónus.

2.3.2 Medidas de avaliação de desempenho

A nível de remunerações a organização deve ser socialmente responsável perante os olhos de todos os seus *stackholders*, deve-se determinar um nível de remuneração e este nível reflete a qualidade e quantidade dos recursos humanos que a organização consegue reunir. Martin e Petty (2004).

Esta teoria não significa que remunerar bem é sinónimo de qualidade de recursos humanos, existe muitas empresas que não remuneram bem e têm colaboradores bastante empenhados e qualificados, mas estes por sua vez a dada altura procuram noutra organização a recompensa para o seu esforço. A política de mão-de-obra barata e qualificada voltou a estar em voga, com o país, Portugal, em crise quem tem emprego é considerado um luxo, os recursos humanos não arriscam procurar melhores remunerações com medo de ficarem desempregados. Neste período de crise que todo o nosso país atravessa, as empresas têm vindo a reduzir em muito os seus custos salariais, com despedimentos coletivos e reduções salariais, mas se esta situação se mantem no longo prazo os colaboradores que ficam e acarretam acumulações de funções desmotivam. Face a esta situação, as organizações

deverão procurar outras formas de recompensar sem ser em dinheiro, por exemplo, pode-se dar dias de férias, folgas, entre outros incentivos. Mas a realidade é que os acionistas não se preocupam com isso atualmente, estão mais preocupados em manter a empresa no mercado e tentar recuperar o prejuízo gerado. Os colaboradores são quem faz a diferença numa organização, portanto deviam ser o primeiro ponto estratégico nos planos anuais da organização.

Geralmente o nível de incentivos que são pagos estão ligados ao atingimento de uma meta planeada, se o colaborador atingir essa meta recebe o incentivo se não, não recebe nada, mas existe metas que não dependem do gestor, dependem de fatores que o gestor não pode alterar, tornando-se deste modo os incentivos injustos para o gestor. Martin e Petty (2004).

Os sistemas de incentivos devem ser integrados na política da empresa e não deixados como uma medida secundária a ser estudada.

A Figura 2.9 reflete como os sistemas de incentivos devem ser integrados na política da empresa.



Figura 2.9 Política da empresa vs sistema de incentivos

Fonte: Neves (2011: 207).

Os sistemas de incentivos segundo Neves (2011) devem estar integrados na política da empresa, tanto no curto como no longo prazo, ou seja sempre, motivando á ocorrência de risco ou não. Estes devem incentivar a cooperação e a competição entre os colaboradores.

Os incentivos são uma boa forma de gerar competição entre os colaboradores, pois cada colaborador tenta ser melhor que o outro para ser mais reconhecido e obter mais recompensas. Esta competição deve ser controlável e deve ser exigido aos seus colaboradores a cooperação entre eles, sendo a melhor recompensa para quem se mostrar melhor mas que saiba trabalhar em equipa, na realidade é isto que o acionista deve pretender na sua empresa, colaboradores motivados, competitivos e cooperativos.

Posto isto, os critérios e políticas de incentivos da organização são muito importantes para o bom desempenho da mesma, apesar de ainda não se dar a devida importância a este conceito e haver empresas que nem se preocupam em ter estes critérios e políticas definidas.

2.3.2.1 Critérios de seleção das medidas do desempenho económico

Os colaboradores devem ser avaliados segundo indicadores que realmente criem valor para o acionista e que sejam justos para o colaborador.

A forma como são definidos e revistos os indicadores da performance que conduzem à quantificação do prémio é um dos pontos fulcrais de qualquer sistema de incentivos e que vai determinar o sucesso ou fracasso desse mesmo sistema. Neves (2011).

Camara (2000: 51) argumenta,

«Com efeito, o facto de o empregado ser medido por objectivos cujo atingimento depende também da actuação de terceiros, para além de reforçar a solidariedade e o espírito de entreatajuda entre os membros da equipa, também legitima iniciativas individuais conducentes a atingir com sucesso as metas colectivas fixadas».

Os colaboradores devem ter uma linha que sirva de guia tanto para o seu trabalho e objetivos como ferramenta de avaliação. Estas linhas/metast devem ser individuais e coletivas, o colaborador deve ser avaliado pelo seu trabalho individual mas também pela capacidade de trabalhar em equipa, pois um bom colaborador tem que o saber fazer. O trabalho em equipa possibilita mais empreendedorismo uma vez que incentiva os diversos intervenientes e serem competitivos sendo portanto os resultados melhores e mais complexos.

2.3.2.2 As medidas de desempenho e a miopia de gestão

A análise de performance tradicionalmente feita através de indicadores baseados em dados contabilísticos e em metas orçamentais criam uma visão de curto prazo aos gestores, diversos autores criticam esta visão de curto prazo designada de miopia de gestão que é abordada principalmente por Merchant (1989)³.

Merchant (1989) assume que estas medidas de desempenho geram disfunções uma vez que traduzem uma visão de curto prazo:

- ✓ **Miopia de investimento:** existe um sacrifício de retorno de investimento de longo prazo para se obter resultados de curto prazo. Estas medidas de curto prazo prejudicam o investimento a longo prazo que poderiam ser mais lucrativas. O objetivo do investidor é ter mais rápido possível o retorno do investimento que fez e geralmente acaba por ter uma miopia de visão de curto prazo ao invés de investir para obter resultados mais compensatórios no longo prazo.
- ✓ **Miopia operacional:** traduz-se na redução de custos hoje que prejudicam o investimento de longo prazo, por exemplo a redução de custos de investigação e desenvolvimento bem como formação, prejudicando assim o retorno de longo prazo. Muitas organizações quando se deparam com uma crise económica, o primeiro departamento a cortar no orçamento é no departamento de investigação e desenvolvimento, mesmo este sendo um ponto crucial para o desenvolvimento do

³ Abordado por Neves (2011), original: Merchant, K. (1989), *Rewarding Results: Motivating Profit Center Managers*, Cambridge, MA: Harvard Business School Press.

negócio. Cada vez mais a sociedade exige produtos inovadores e diferenciadores, os consumidores pretendem produtos práticos e baratos, cortar custos na rubrica de investigação e desenvolvimento poderá afetar os lucros possíveis da empresa. Quando uma empresa quer reduzir custos deve analisar possíveis departamentos que poderão ser absorvidos por outros ou possíveis “luxos” que poderão ser evitados mas se o negócio da empresa depende de uma imagem e de uma marca, não deve reduzir custos de investigação e desenvolvimento. Neves (2011).

2.3.2.3 Características das medidas de avaliação de desempenho

Neves (2011) cita Rappaport (1999)⁴ referindo que as medidas de avaliação da performance para serem adequadas devem seguir determinados critérios, a Figura 2.10 enumera esses critérios.



Figura 2.10 Critérios das medidas de avaliação da performance

Fonte: Adaptado de Neves (2011: 209).

Vejamos:

- ✓ **Validade:** o indicador de performance deve ser válido com a teoria de criação de valor, nem sempre o indicador escolhido gera valor portanto deve-se escolher um

⁴ Rappaport,A. (1999) – New thinking on how to link executive pay with performance. Havard Business Review (Março-Abril) pp.91-101.

indicador que crie valor, por exemplo, o aumento do número de vendas não significa valor criado, um gestor não deve ser avaliado pelo fraco desempenho da empresa, mas sim pelo esforço demonstrado;

- ✓ **Inequívoco:** o indicador não deve alterar os seus resultados utilizando diversos métodos, este deve ser sempre consistente uma vez que os dados contabilísticos são manipuláveis;
- ✓ **Controlável:** o indicador deve ser minimamente controlável pelo gestor, como poderá este ser avaliado por um indicador que não tem poder de decisão? ;
- ✓ **Comparável:** o indicador deve permitir a comparação com os concorrentes;
- ✓ **Comunicável:** deve ser um indicador facilmente percebido pelos gestores.

Uma organização deve rever os indicadores de performance utilizados de forma a avaliar se traduz a melhor quantificação do prémio atribuído, não se deve implementar um indicador e nunca mais revê-lo, deve-se ter abertura e avaliar se este continua a ser o mais correto ou não em termos de avaliação de performance do gestor.

O sistema de incentivos pode-se basear não só na performance do gestor, mas pode ser baseado num mix de performance de gestor e da organização ou na divisão em que o colaborador esta inserido. Neves (2011).

2.3.3 Tipos de incentivos

Existe diversas formas de gratificar os colaboradores, os tipos de incentivos devem ser ponderados de acordo com a cultura, dimensão e tipo de mercado em que a organização está inserida.

2.3.3.1 Opções de Compra de ações pelos gestores (*Stock Options*)

Segundo Neves (2011) este tipo de incentivos iniciaram-se nos Estados Unidos nos anos 1980, sendo que em Portugal só a partir da última década do século XX é que começou a ser evidenciado, nomeadamente em empresas de telecomunicações. Estas opções de compra permitem ao gestor a opção de aquisição de ações da empresa num determinado período a um determinado preço de exercício. Existe o direito de aquisição mas sem qualquer obrigação de exercer esse direito (*call options*)⁵.

Se o gestor valorizar o valor das ações estará a valorizar também a sua retribuição futura.

Neves (2011) refere que as *stock options* são incentivos financeiros que podem ser utilizados para levar os gestores a participarem no capital da empresa ou a terem rendimentos como se fossem acionistas.

Este plano visa criar mecanismos que levem os gestores a interessarem-se na criar valor como se fossem acionistas. Neves (2011).

Um plano de *stock options* reflete determinadas características conforme demonstra a Figura 2.11.

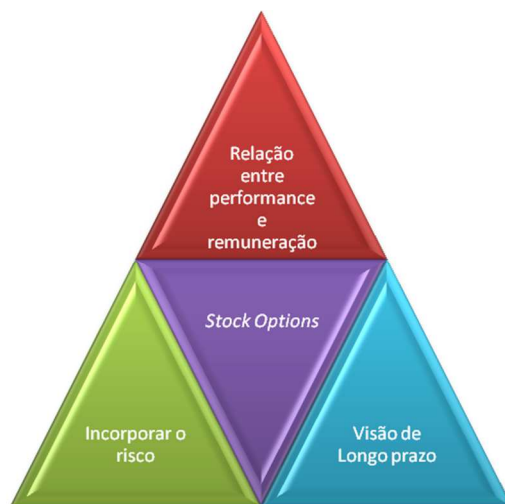


Figura 2.11 Plano *Stock options*

Fonte: Adaptado de Neves (2011: 226)

⁵ Brealey *et al* (2008: 475) «Uma opção de compra (cal) confere ao seu titular o direito de comprar ações a um preço de exercício especificado na data especificada de exercício, ou antes dessa.»

Este plano permite uma visão de longo prazo (valorização das ações) e relaciona a performance do gestor alocado á remuneração este quererá valorizar o preço das ações bem como leva o gestor a assumir mais riscos. Hall (2000).

Apesar das diversas vantagens este plano de incentivos está diretamente relacionado com o valor dos títulos de mercado da empresa, logo incorpora o fator risco, isto leva a desmotivação do gestor.

Existe sete planos de opções sobre as ações da empresa, ou seja, sete formas de incentivar o gestor a criar valor, conforme demonstrado na Figura 2.12.



Figura 2.12 Planos de opções sobre as ações da empresa

Fonte: Adaptado de Neves (2011: 228-238).

2.3.3.2 Planos anuais com valor predeterminado de opções

São planos onde existe a opção de aquisição de ações todos os anos (estimados), com um valor pré-determinado (fixo ou baseado numa remuneração base) num período determinado.

Se a cotação do preço das ações no mercado aumenta, baixa o que o gestor recebe e vice-versa. O gestor é que decide quando vende as ações obtendo o prêmio correspondente dessa venda ou não.

2.3.3.3 Planos anuais com número predeterminado de opções

No período do plano é definido o número de opções que o gestor vai receber, este plano está ligado á performance do gestor.

Se a cotação das ações no mercado desce, o plano de opções também desce. Neves (2011) aconselha a fixação do preço do exercício em percentagem da cotação do ano anterior.

2.3.3.4 Plano de opções recarregáveis

Neste plano a opção pode ser exercida até uma determinada data, sendo o preço de exercício igual a data de emissão das ações.

Ao exercer a opção, as ações adquiridas podem ser usadas para auto custear o preço do exercício.

2.3.3.5 Planos de opções em ato único

Este plano emite a opção de uma só vez; num certo número de opções; a um determinado preço de exercício e num determinado período.

Se a cotação das ações no mercado desce abaixo do preço de exercício, o pacote de opções fica nulo. Este plano induz os gestores a investirem no longo prazo uma vez que o prazo do exercício só se realiza no segundo ano, ao contrário do plano de opções com número pré determinado que inicia-se logo no primeiro ano.

2.3.3.6 Plano de opções indexadas

Neste tipo de plano é criado um índice onde os gestores que têm maior desempenho são premiados, ou seja, premeia os melhores gestores pela performance face a concorrência.

2.3.3.7 *Companion stock*

Neste plano são emitidas ações preferenciais remíveis, em que a ação é amortizável / devolvida quando efetuada determinada condição na altura da emissão da mesma.

2.3.3.8 *Phanton stock*

As *phanton stock* são ações virtuais/ fantasmas que na realidade não existem, trata-se de uma promessa de pagar um bónus com base no valor das ações da empresa.

Neste plano o gestor não tem custos de emissão das ações e liga a remuneração a performance, o gestor ganha o direito de valorização das ações.

Brealey *et al* (2008) referem que o preço das ações ligados aos incentivos, não é a maneira mais justa de recompensar o gestor uma vez que as ações dependem das expectativas dos investidores e nem sempre essa informação é transparente.

O valor de mercado das ações e as medidas nela baseadas não são suficientes para avaliar e recompensar o gestor uma vez que existem muitos fatores que o gestor não pode controlar, nomeadamente o preço das ações do mercado, logo a medida de desempenho escolhida deve estar relacionada com o aumento do valor para o acionista e não dependente de especulações existentes nos mercados.

Martin e Petty (2004: 190) alegam «Portanto, a remuneração em dinheiro e as ações são formas complementares de pagamento em vez de substitutas, e a maioria das empresas acabará utilizando ambas para distribuir sua remuneração de incentivo.»

Posto isto, os planos de compra de ações são desmotivadoras para o gestor, deve-se procurar outras formas de recompensar os mesmos.

2.3.4 Sistemas tradicionais de incentivos

Os sistemas de incentivos tradicionais, são os sistemas de incentivos básicos e de conveniência (de acordo com a altura que a empresa vive), geralmente premeia-se os colaboradores segundo um objetivo meta ou apenas pelo bom senso dos administradores. Este bom senso nem sempre existe e acaba por desmotivar os mesmos.

Na época de crise na qual Portugal e a Europa vivem, o bom senso não é mestre e os colaboradores acumulam funções e exigências sem qualquer motivação para tal, muitos são os que dizem que a motivação é já ter um emprego uma vez que na conjuntura em que vivemos consideram que quem tem um emprego já tem tudo. Atualmente este fato acentua-se mais do que nunca a necessidade de ajustar os incentivos que não têm que ser necessariamente monetários.

O sistema tradicional de incentivos em Portugal é na generalidade feito através de metas orçamentais a Figura 2.13 esquematiza este tipo de incentivos.

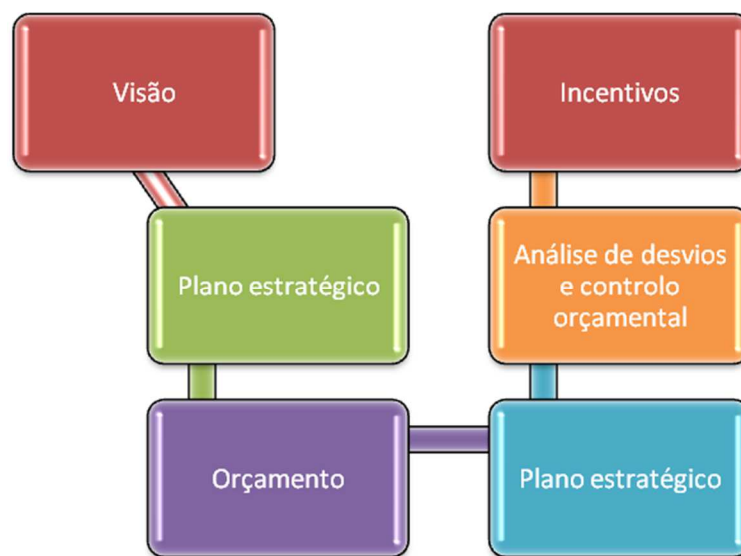


Figura 2.13 Modelo de incentivos baseados em metas orçamentais

Fonte: Adaptado de Neves (2011: 201).

O modelo tradicional baseado em metas orçamentais é elaborado segundo a visão da empresa que gerará um plano estratégico.

Seguidamente de acordo com o objetivo a alcançar e os meios disponíveis elabora-se uma previsão de resultados no orçamento (geralmente elaborado anualmente). Após a análise de contas do período analisa-se os desvios do orçamento ocorridos devendo-se procurar justificar e melhorar os desvios negativos. Alguns desvios podem ocorrer por erro humano, e esse pode ser melhorado mas para tal deve-se motivar os colaboradores, não basta repreender, deve-se motivá-los para a procura da melhoria e essa motivação passa por oferecer incentivos.

Atualmente os acionistas prometem mundos e fundos aos seus colaboradores, solicitando primeiramente um esforço adicional e só depois uma recompensa, por vezes os colaboradores esforçam-se e depois não recebem nenhum incentivo. Este facto é cada vez mais evidente na nossa sociedade, sendo que o colaborador provavelmente não voltará a fazer um esforço adicional sem receber primeiro a recompensa prometida. Qual a solução que os acionistas optam? Aliciar outro colaborador com promessas e o ciclo repete-se, mas a certa altura incute-se esta ideia aos colaboradores e ninguém tem motivação para fazer um esforço adicional, uma vez que sabem que não vão receber mais nada por isso. Este ciclo gera a queda de vendas uma vez que um colaborador desmotivado rentabiliza menos que um que tenha incentivos. Portanto, para bem de toda a organização deve-se gerar uma relação de espírito de equipa e de interesses em comum, o empresário pretende obter dinheiro/lucro do seu investimento e o colaborador pretende incentivos (monetários e não monetários), é como um barco, todos têm que remar se não o barco não anda!

Young e O'Byrne (2003) referem três características dos planos tradicionais de incentivos:

- ✓ Se atingir-se uma meta de desempenho financeiro (geralmente o lucro operacional) recebe-se uma meta bónus;
- ✓ Primeiramente atinge-se um patamar de desempenho e só depois recebe algo, mas nem sempre o nível mau de desempenho é culpa do gestor;
- ✓ Existe sempre um patamar para pagamento de bónus. Geralmente usa-se a meta de 80-120 % recebe 50 % de bónus de 150% se atingir o desempenho máximo.

Posto isto, não existe uma medida de desempenho ligada ao valor para o acionista, existindo deste modo a tendência dos gestores arrastarem réditos e despesas para períodos futuros.

As metas deste plano são ajustadas anualmente e existe a tendência de se aumentar sempre a meta do ano anterior penalizando deste modo o gestor e desmotivando-o.

Alguns autores criticam o uso de orçamentos como forma de se elaborar um sistema de incentivos, Drury (2008) descreve as limitações do uso de metas alvo. *Hope e Fraser* (2000) assumem que se deve eliminar a gestão orçamental como forma de elaboração de incentivos. Jensen (1986) também defendeu que o orçamento deve servir para programar atividades e não para conceber um sistema de incentivos.

Esta temática tornou-se assim uma preocupação para os acionistas levando ao aparecimento de diversas críticas aos sistemas tradicionais de incentivos baseados em metas orçamentais.

Martin e Petty (2004) observaram que se deve eliminar as metas orçamentais e criar um sistema de bónus de longo prazo, reafirmando que apesar de qualquer que seja a métrica aplicada num sistema de bónus esta deve ser sempre alvo de críticas.

Neves (2011) por seu lado defende que deve-se separar o orçamento do sistema de incentivos pois estes:

- ✓ Não ultrapassam a meta imposta uma vez que se os gestores ultrapassarem o limite imposto para o ano seguinte o limite imposto será o novo patamar atingido;
- ✓ Definem limites facilmente alcançáveis prejudicando deste modo o desempenho dos gestores.

O gestor vai sempre optar por projetos que gerem maior rendibilidade se forem avaliados segundo isso, mas isso não significa que seja o projeto que tenha maior valor criado. Os dados contabilísticos e orçamentais podem ser manipuláveis não refletindo o real valor da organização. Para se levar os gestores a assumirem riscos tal como se de acionistas se tratassem, terá que se recompensar de modo a os motivar para tal.

A compra de opções da organização por si só já é um bom método de incentivo sendo que o principal objetivo do gestor será agora criar valor para poder ter direito a mais valor da sua quota-parte, mas este método por vezes não é suficiente uma vez que o gestor esforça-se tanto e só recebe um determinado valor do benefício. A opção de recompensa seguindo o método de atingir um determinado objetivo também não cria por si só valor uma vez que atingindo aquele objetivo o gestor não se esforça para além daquele patamar. Se não se atribuir patamares aos gestores, estes agem um pouco às escuras e poderão gerar mais valor.

As metas orçamentais são objetivos de curto prazo que não permitem ao gestor arriscar em projetos mais duradouros, são sistemas não lineares.

O prémio é uma função não linear na medida em que num sistema de incentivos baseados em metas orçamentais o gestor procura um objetivo facilmente alcançável e não se esforça para além da meta estabelecida. Para combater este fato deve-se criar uma relação linear entre o comportamento do gestor e a remuneração recebida. Neves (2011).

O que conta é o que for realmente realizado, assim é indiferente ter a fixação de uma meta, não deve haver limites mínimos nem limites máximos de perdas e de ganhos uma vez que os gestores só começaram a agir em interesse dos acionistas quando perderem e ganharam valor tal como estes. Neves (2011).

Geralmente os sistemas de incentivos só premeiam os gestores acima de um determinado objetivo mas se não o atingirem o pior que lhes pode acontecer é receber zero, não sentem a perda de valor. É neste contexto que se começa a dar mais importância á métrica EVA® e a aplicá-la na sua máxima utilidade.

Dearden (1987) critica o uso de medidas derivadas de dados contabilísticos como o ROI uma vez que cria uma visão de curto prazo. Rappaport (2001) também defende que este tipo de medidas não criam valor para o acionista.

O conceito de visão de longo prazo levantou assim a curiosidade aos autores para dissertarem sobre o assunto, dando-se enfoque aos incentivos e remunerações dos gestores. Os gestores não criam valor uma vez que o património não é deles, para agirem como proprietários deverão ser remunerados para tal. Young e O'Byrne (2003).

2.3.5 Sistemas de incentivos não lineares/estimular o espírito empreendedor dos gestores

As metas orçamentais devem servir como apoio ao atingimento de um objetivo mas não como um instrumento de avaliação de performance uma vez que o colaborador até pode ter tido uma boa performance e os resultados da empresa não, daí não ser justo o colaborador ser avaliado segundo isso.

Neves (2011: 204) refere que «Se a administração da empresa pretender utilizar um sistema de incentivos indexado à performance que não degenere em comportamentos disfuncionais por parte dos gestores, deve criar uma relação linear entre performance e o prémio financeiro, desligando o nível de prémio do orçamento e seus objectivos.»

Os colaboradores forjam o seu trabalho para conseguir maiores remunerações.

Stewart e Bennett III (2005: 26) referem que « ... a maioria das empresas insiste em vincular os bônus dos seus administradores ao alcance de certos níveis de desempenho, o que é um erro catastrófico. A vinculação de bônus a metas orçamentárias faz desaparecer as oportunidades de colaborações frutíferas, as quais são substituídas por uma interminável série de negociações em que o administrador é incentivado a não explorar o potencial do negócio que dirige, deixando de pensar grande, ou a gerenciar lucros e as expectativas fixadas pela corporação, em vez de maximizar o valor da firma.»

Para combater estas disfuncionalidades, deve-se fomentar o espírito empreendedor dos gestores e tentar minimizar os problemas existentes entre interesses de gestores e acionistas.

Deve-se portanto estabelecer um sistema de controlo de gestão por forma a motivar o bom desempenho dos gestores. Jordan *et al* (2002).

Aquando existe conflitos entre clientes e acionistas deve-se avaliar as perdas e ganhos resultantes de cada uma das entidades, por exemplo, uma empresa de contabilidade tem um cliente problemático e que tem má vontade em facultar documentos e resolução de

problemas, se a avença que se recebe desse cliente não compensa o trabalho de resolução dos conflitos deve-se optar por abdicar do cliente e investir o tempo que se ia perder noutros clientes. Rappaport (2001).

Rappaport (2001: 25) refere também que «A demissão é um preço alto no curto prazo que deve ser pago para se manter competitivo.»

Uma reestruturação de pessoal implica o pagamento de indenizações que são um sacrifício financeiro de curto prazo, mas as empresas vêm a demissão como uma alternativa viável á redução de vendas e para acompanhar os seus concorrentes, assim acompanham o preço de mercado, e reduzem os custos (pessoal).

Por vezes a solução de demissão não é a melhor solução a longo prazo uma vez que sacrifica-se recursos de curto prazo que poderiam originar lucros no longo prazo, na ótica financeira opta-se por reduzir os quadros salariais como sendo uma medida de curto prazo (reduz-se custos a curto prazo). Uma reestruturação a nível de colaboradores é sempre uma solução ingrata, quem sai fica desempregado, quem fica terá que arrecadar com o trabalho acumulado e muitas vezes sem qualquer incentivo, por vezes até posteriormente existe a necessidade de subcontratação e até por um custo mais alto do que o funcionário que foi dispensado. Quando existe uma quebra muito grande nas vendas da empresa existe claro uma necessidade de reestruturação mas assim sendo, terá que se incentivar os colaboradores que ficam a fazer esses esforços adicionais.

Neves (2011: 214) «... só quando o gestor sentir na pele o efeito das suas decisões, tal como os accionistas o sentem, é que será possível resolver os problemas de representação (ou de agência).»

Para se levar os gestores a se comportarem como donos da organização, deve-se remunerar os gestores com uma fração do EVA® gerado e repartir deste modo os lucros com os gestores para motivá-los a criar valor. Stewart e Bennett III (2005).

Os altos executivos se não possuírem uma grande parte da empresa não se preocupam em criar valor, só se esforçam até ao limiar da remuneração que irão receber, apenas se centram no objetivo que lhe permitirá receber mais alguma retribuição. Young e O'Byrne (2003).

A satisfação de todos os *stackholders* e o crescimento do volume de vendas por exemplo, são objetivos primordiais para a geração de valor mas isso não basta, tem que se avaliar o mercado de capitais e como este influencia a geração de valor. Young e O'Byrne (2003).

O EVA® mede a diferença, em termos monetários, entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital. É portanto, similar à mensuração contábil convencional do lucro, mas com uma importante diferença: o EVA® considera o custo de todo o capital, enquanto o lucro líquido divulgado nas demonstrações financeiras das empresas considera apenas os custos mais visíveis de capital – os juros-, ignorando o custo do capital próprio. Young e O'Byrne (2003).

Os administradores têm de alocar mais horas para fazer tarefas que eles antes podiam delegar, logo estes irão exigir mais recompensas, nem todos os administradores se predispõem a fazer determinadas tarefas desagradáveis e isso gera conflitos de interesses. Young e O'Byrne (2003).

O EVA® não garante o alinhamento dos gestores com os acionistas, os gestores podem prejudicar o EVA® futuro para obter EVA®'s de curto prazo. Young e O'Byrne (2003).

O primórdio objetivo do acionista é maximizar o seu retorno mas este tem sempre outros inimigos em voga aquando pretende atingir esse objetivo. Os *stackholders* exigem á organização responsabilidade social e ética no seu funcionamento, os acionistas por vezes esquecem-se disso e apenas visam no final do ano um retorno pelo seu investimento. Assim sendo, cabe ao gestor ter um papel neste conflito e balancear os interesses de todos. Rappaport (2001).

Rappaport (2001) refere quatro fatores principais refletidos na Figura 2.14 para que o gestor atue em prol do acionista:

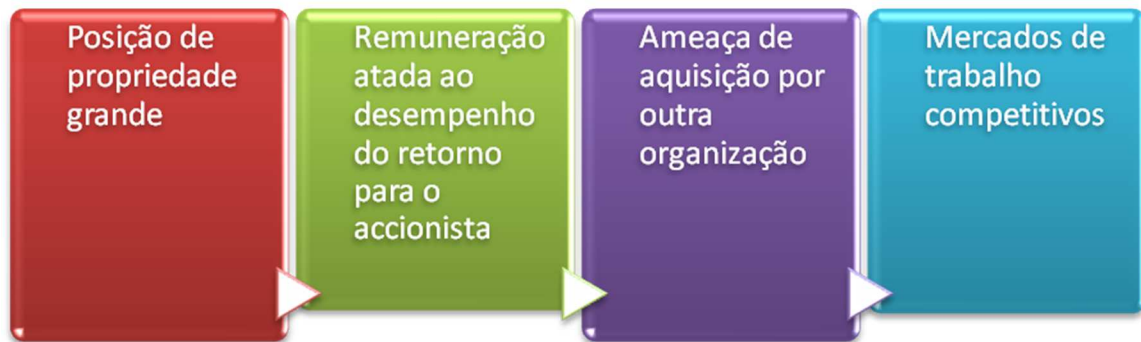


Figura 2.14 Fatores para os gestores agirem em prol do interesse dos acionista

Fonte: Adaptado de Rappaport (2001: 19-21).

Os gestores mesmo possuindo uma boa parte da riqueza da organização se o acionista possui mais, o gestor tem tendência a não se esforçar no seu máximo uma vez que sabe que a maior percentagem do lucro vai para o acionista e o gestor é que se esforça mais, o esforço só compensa até um determinado ponto. Rappaport (2001).

Pode-se criar um plano de bónus sem forçar a empresa a despende de dinheiro a curto prazo, um sistema de acumulação de bónus permite á empresa não adiantar dinheiro ao colaborador, assim a longo prazo a empresa já terá o retorno do investimento efetuado e poderá pagar o bónus correspondente. O colaborador também terá que provar que merece esse bónus pois contribuiu a longo prazo para criar valor para a organização. Young e O'Byrne (2003).

2.3.5.1 A rendibilidade supranormal e o valor criado para o acionista

Muitas métricas têm sido estudadas pelos administradores como forma de avaliação de desempenho, o tradicional ROI (*Return on Invest*), e o CFROI (*Cash flow return on*

investment), o RONA (*Return On Net Assets*) e EVA®. Todas apresentam vantagens e desvantagens mas para muitos autores como já referido o EVA® é a mais vantajosa e a mais perto da real criação de valor.

O EVA® é uma redenominação do chamado resultado residual, ou seja, o valor que resta de lucros depois de se deduzir os juros. O conceito de que a rendibilidade de qualquer investimento deve ser superior ao custo do seu respetivo capital, segundo Biddle e Wallace (1999) foi inicialmente referida por Hamilton (1777) e posteriormente por Marshall (1890).

A evolução do conceito foi descrita por Biddle *et al* (1997) da seguinte forma:

- ✓ *Excess earnings* – Canning (1929) e Preinreith (1936);
- ✓ *Super-profits* – Edey (1957);
- ✓ *Excess realizable profits* – Edwards e Bell (1961);
- ✓ *Excess Income* – Kay (1976) e Peasnell (1981);
- ✓ *Abnormal earnings* – Feltham e Ohlson (1995).

Posteriormente seguiram-se outras designações: Neves (2011)

- ✓ *Residual income* – Anthony Dearden e Vancil (1965) e Solomons (1965);
- ✓ *Economic profit* – Copeland;Koller e Murrin (1990)
- ✓ EVA® (*Economic Value Added*) – Stewart (1991)

Apesar de muito se ter dissertado sobre este conceito, este só teve o seu auge nos anos 1990 com o registo da marca *Stern Stewart & Co*, a partir de aí as organizações começaram a se sensibilizar mais para a importância deste conceito.

A sua implementação nas organizações foi descrita da seguinte forma:

- ✓ Nos anos 20 foi implementado na *General Motors*;

- ✓ Nos anos 30 na *Matsushita*;
- ✓ Nos anos 50 *General Electric*.

Neves (2011).

O EVA® quando é positivo é sinal de criação de valor e quando negativo é destruição de valor.

Young e O'Byrne (2003: 20) referem que «O EVA mede a diferença, em termos monetários, entre o *retorno* sobre o capital de uma empresa e o *custo* desse capital.»

O tradicional lucro contábil só avalia o custo da dívida, não avalia o custo de todo o capital, nomeadamente o custo do capital próprio.

A implementação desta métrica na organização deve ser primeiramente implementada pelos gestores de topo e só posteriormente aos níveis mais baixos da organização, ou seja, de cima para baixo.

Young e O'Byrne (2003).

A estrutura de capital escolhida influencia positivamente e negativamente a criação de valor, daí este *mix* deve ser bem ponderado. Bacilore, Boquist e Milbourn (1997) referem que esta questão da estrutura de capital escolhida deve ser um ponto fulcral a avaliar. É muito difícil sabermos concretamente qual o real custo do capital da empresa, este deve ser encarado como um desafio. Young e O'Byrne (2003).

Para projetar a estrutura de capital pode-se usar as seguintes alternativas de financiamento:

- ✓ Endividamento de curto prazo;
- ✓ Endividamento de longo prazo;
- ✓ Lucros retidos;
- ✓ Aumento de capital através da colocação pública ou privada de ações no mercado;
- ✓ Conversão de dívidas em capital;

- ✓ Ações preferenciais (os dividendos são pagas quando a empresa tiver lucro suficiente disponíveis);
- ✓ *Warrants* (valores mobiliários que são cotados em bolsa com direitos e não obrigações de comprar/vender o ativo a um preço pré-estipulado, num período de tempo específico entre a data de aquisição e a data de maturidade).

Os benefícios fiscais; os custos de insolvência; os custos de agência e informação assimétrica influenciam a estrutura de capital. A introdução do custo de terceiros permite a dedução fiscal do pagamento de juros, assim, existe um incentivo para a empresa fazer empréstimos e não se financiar só com capital próprio.

Young e O'Byrne (2003).

Vejam as seguintes opiniões dos diversos autores sobre o EVA®:

Young e O'Byrne (2003: 404) «... o EVA é, acima de tudo, um sistema de mensuração.»

O EVA não substitui uma estratégia é uma ferramenta de apoio á avaliação de desempenho.

Martin e Petty (2004: 95) «O EVA é simplesmente uma modificação, ou, de acordo com muitos usuários do EVA, uma nova e melhor medida do lucro econômico.»

Martin e Petty (2004: 111) cita Ehrbar(1999) e Stewart(1991):

«O EVA se apóia em uma nova e melhor medida do retorno sobre o capital investido que remove todos os lançamentos contábeis que podem distorcer informações econômicas sobre a empresa e transmitir uma visão enganosa aos investidores e à gestão acerca do desempenho financeiro de sua empresa;»

O EVA® proporciona um critério novo e melhorado para a avaliação de decisões operacionais e estratégicas de uma empresa, incluindo o planeamento estratégico, alocação de capital, percificação de aquisições ou desinvestimentos e o estabelecimento de metas;

O EVA®, combinado ao plano de bônus correto, pode emanar um sentimento de urgência juntamente com a perspectiva de proprietário; os gestores pensarão e agirão como proprietários, pois são pagos como proprietários.

Um sistema pode mudar a cultura de uma empresa ao facilitar as comunicações e a cooperação entre divisões e departamentos.

Neves (2011: 213) «...defendemos que o EVA é um indicador mais apropriado, como medida do valor criado para basear o cálculo do prêmio, do que os fluxos de caixa.»

Para cálculo do EVA® torna-se mais fácil se transformar-se o balanço normal num balanço funcional. A Figura 2.15 reflete essa transformação.

Caixa	Empréstimo de curto prazo
Clientes + Estoques + Despesas pagas antecipadamente	PNO de curto prazo
Ativos fixos	Empréstimos de longo prazo
	Outros passivos de longo prazo
	Patrimônio líquido

Caixa	Empréstimo de curto prazo
NCG	Empréstimos de longo prazo
Ativos fixos	Outros passivos de longo prazo
	Patrimônio líquido

Figura 2.15 Balanço normal vs balanço EVA®

Fonte: Young e O'Byrne (2003: 52).

Qualquer gestão não deve apenas visar só o aumento do EVA® ou do retorno sobre o capital investido, para a empresa ter um bom desempenho deve gerar EVA®'s futuros

positivos pois são esses que determinam o valor da empresa no mercado, assim sendo, o EVA® deve ser usado como uma ferramenta de análise financeira. Martin e Petty (2004).

Se o bônus do gestor for vinculado ao EVA®, o gestor irá procurar a criação de riqueza, logo pode melhorar o preço das ações no mercado e melhorar o desempenho financeiro. Young e O'Byrne (2003).

Young e O'Byrne (2003) referem um caso de sucesso da aplicação do EVA®, na qual estes defendem que inculcar o EVA® como uma crença na cultura da empresa é a peça principal para a criação de valor.

Mudar a cultura de uma empresa para uma cultura EVA® não é um processo fácil, os gestores de topo deverão tornar-se parceiros dos colaboradores operacionais. Young e O'Byrne (2003).

Como exemplo o departamento financeiro deve integrar com os colaboradores mais operacionais e ajudar a decidir onde se deve investir ou não, deverá ajudar os colaboradores operacionais a identificarem os projetos que destroem valor e evitá-los. Isto verifica-se na organização em estudo, em que o departamento financeiro comunica aos *accounts* os projetos que geram valor ou não, pois são os *accounts* a porta para o exterior da organização.

Young e O'Byrne (2003) apresentam um *checklist* para a implementação do EVA®. Este *checklist* está representado na Figura 2.16 e serve como um guia para gestores e acionistas que pretendam utilizar o EVA® como métrica de avaliação de desempenho.

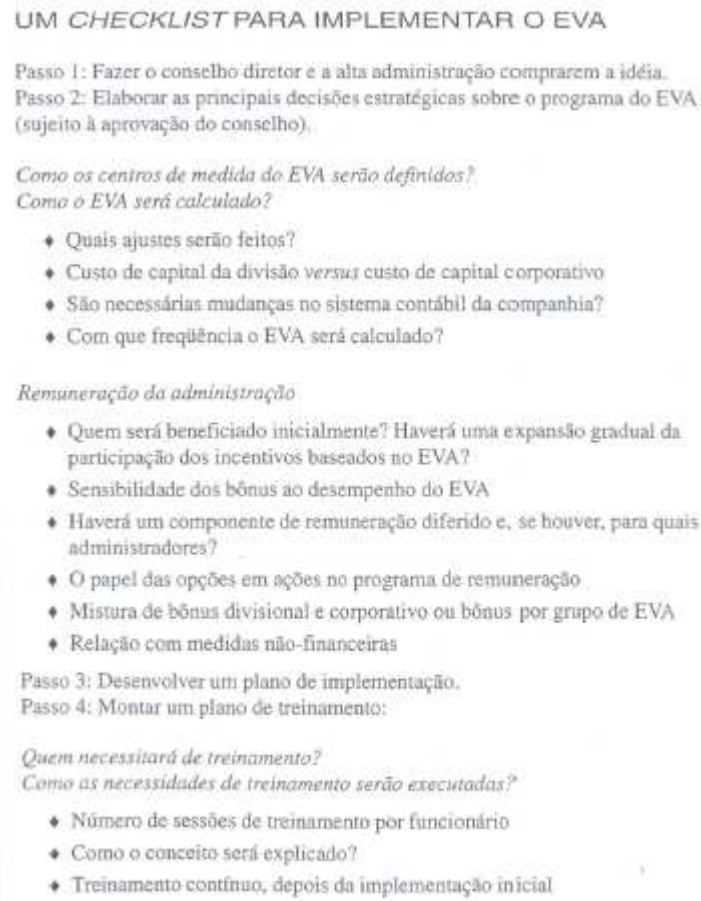


Figura 2.16 Checklist para implementação do EVA®

Fonte: Young e O'Byrne (2003: 88).

Para se incutir esta cultura na organização devese fazer-se ações de formação para todos os colaboradores da organização.

O EVA® é uma evolução do conceito de lucro residual, a Figura 2.17 reflete as grandes diferenças entre eles vejamos:

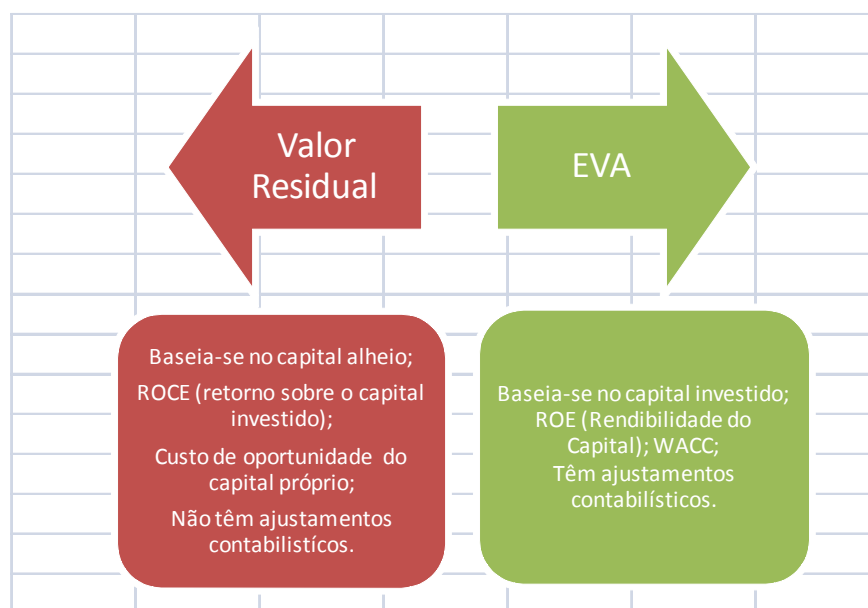


Figura 2.17 Valor residual vs EVA®

Fonte: Adaptado Caldeira (Apresentações módulo 3- 2011/2012: 27).

O EVA® baseia-se essencialmente no custo de todo o capital e não só do capital alheio como o lucro residual faz.

Martin e Petty (2004: 89) «Resumindo, a métrica do lucro econômico tem intenção de medir o desempenho da empresa em termos de geração de lucros em um determinado período, dado o montante total de capital que foi usado para gerar estes lucros.»

O EVA® permite assim melhorar o conceito de lucro residual ao incorporar novos avanços ao analisar o mercado de capitais, nomeadamente estimar o custo do capital próprio.

Outra melhoria em relação ao lucro residual, é que o lucro residual aceitava o lucro operacional e o EVA® procura o lucro baseado nos princípios geralmente aceites (estas foram corrigidas para se determinar de maneira mais confiável as medidas de desempenho).

O EVA® permite melhorar as formas de remunerar, como por exemplo as opções de aquisição de ações da organização, se vincularmos o EVA® ao preço da ação, se o EVA® cresce está-se a gerar riqueza também para os acionistas. Young e O'Byrne (2003).

O EVA® permite também focalizar as unidades operacionais para a qualidade e excelência operacional; permite identificar os negócios mais lucrativos; aquisição ou fusão de empresas; união de divisões para se obter mais eficiência operacional; vender negócios que não geram tanto valor; eliminação de dividendos para recompra de ações (melhoria em termos fiscais).

A sua capacidade de controlo é evidente, o EVA® reflete o balanço e a demonstração de resultados da organização, ou seja, incorpora todos os fatores da mesma (do balanço e da demonstração de resultados, constrói-se o balanço funcional usado para calcular o EVA®).

Tal como todas as métricas, o EVA® também apresenta os seus problemas. Young e O'Byrne (2003) referem os seguintes:

- ✓ **Subinvestimento:** O EVA® pode levar os administradores a investir abaixo do que é necessário uma vez que não usam os recursos que deveriam para poupar custos, prejudicando deste modo projetos que poderiam criar valor.

Se uma unidade de negócio faz um grande investimento, isto irá reduzir o EVA® a curto-prazo, logo o gestor dessa unidade de negócio vê o seu bónus de curto-prazo baixar, a solução para este problema, é se optar por reconhecer o capital investido ao longo do período do projeto por forma ao capital ir sendo compensado pelo valor criado.

Outra solução pode passar pela abertura de opções de compra de ações da organização para os gestores, uma vez que estas traduzem benefícios para ambos (acionista e gestor) no longo prazo.

- ✓ **Sinergias:** O EVA® geralmente é calculado por divisões independentes, pressupondo-se que as demais divisões da empresa não interagem entre si, o que na realidade não é verdade, a organização trabalha como um todo (ou deveria trabalhar). No caso da organização em estudo, temos diversos departamentos de *staff* (criativos; artes finalistas; departamento financeiro e estrutura) que trabalham

todos para as diversas unidades de negócio, nomeadamente para os *accounts/comerciais* da organização.

- ✓ A repartição dos custos fixos da organização em estudo, é feita segundo o número de colaboradores e departamentos, daí a opção de calcular o EVA® por divisões de negócio se torna difícil, a opção é calcular o EVA® como um todo e repartir o valor gerado segundo um historial de vendas, conforme será explicado no estudo de caso no capítulo 3.

2.3.5.1.1 Componentes e cálculo do EVA®

Existe diversas fórmulas a nível académico para cálculo do EVA® mas todas elas chegam a um resultado final que é o retorno do capital investido menos o custo desse capital.

Vejamus algumas formas de calcular o EVA®:

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{RO} \cdot (1 - t) - \text{Km} \cdot \text{CI} = \text{ROLI} - \text{Km} \cdot \text{CI} \quad (2.7)$$

Fonte: Neves (2011: 91).

Onde,

EVA®= valor económico acrescentado;

RO= resultado Operacional;

t= taxa de imposto sobre o lucro;

RO.(1-t)= resultado operacional líquido de imposto ou ROLI;

Km= custo médio do capital;

CI= capital total investido.

Young e O'Byrne (2003: 51) assumem que o capital investido «... é a soma de todos os financiamentos da empresa, apartados dos passivos não-onerosos de curto-prazo.»

O capital investido vai diminuindo de ano para ano, uma vez que as depreciações dos ativos tangíveis vão diminuindo.

$$\text{EVA}^{\text{®}} = (\text{EBIT}(1 - t) - \text{WACC}) * \text{CI} \quad (2.8)$$

Fonte: Young e O'Byrne (2003: 73).

Influências do EVA[®]:

- ✓ Se aumenta a parcela EBIT (1-t) e o WACC (*Weighted Average Cost Of Capital*) e o capital investido se mantêm, o EVA[®] cresce;
- ✓ Se o investimento EBIT (1-t) é maior que o WACC, gera valor;
- ✓ Se reduzir-se o capital, o EVA[®] cresce;
- ✓ Se alargarmos os períodos nos quais se espera que EBIT (1-t) seja maior que o WACC;
- ✓ Se o negócio é vendido o CI baixa, mas se o *spread* entre EBIT (1-t) e o WACC aumenta, o EVA[®] cresce.

$$\text{EVA}^{\text{®}} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{CI} \quad (2.9)$$

Fonte: Martin e Petty (2004: 97).

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{NOPAT} - (k * \text{CAPITAL}) \quad (2.10)$$

Onde,

NOPAT= (Lucro Operacional após Impostos)

k= custo do capital médio ponderado da empresa

CAPITAL= caixa total investido na empresa ao longo da vida, líquido de depreciação.

A Figura 2.18 reflete a decomposição do EVA®, ou seja, o NOPAT menos os encargos de capital formam o EVA®.



Figura 2.18 Decomposição EVA®

Fonte: Adaptado de Young e O'Byrne (2003: 50).

O NOPAT é o lucro líquido de impostos antes das despesas financeiras, ou seja, é o lucro operacional caso a empresa seja totalmente financiada por capital próprio pressupondo-se a inexistência de dívidas, conforme representado na fórmula seguinte:

$$\text{NOPAT} = \text{Vendas} - \text{Despesas operacionais} - \text{Impostos} \quad (2.11)$$

A Figura 2.19 reflete a decomposição do NOPAT.

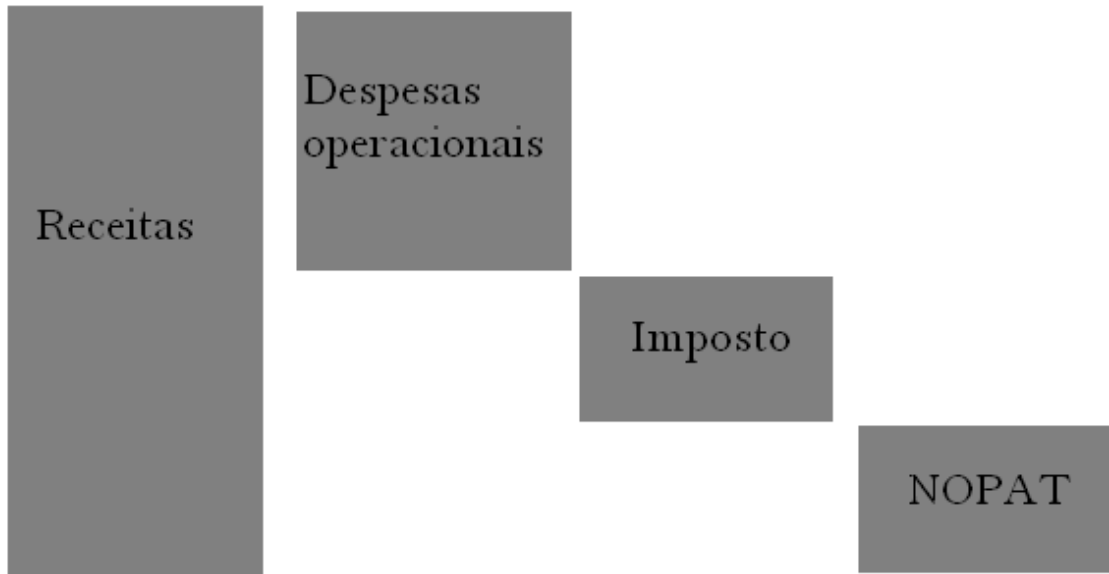


Figura 2.19 Decomposição do NOPAT

Fonte: Adaptado de Young e O'Byrne (2003: 50/51).

O capital é composto por:

$$\text{CAPITAL} = \text{Capital circulante líquido} + \text{Ativos fixos líquidos} \quad (2.12)$$

Fonte: Stewart (2005: 97).

O capital investido, engloba todos os investimentos feitos sem ser respeitantes ao ciclo normal de exploração. A melhor forma de determinar os capitais investidos da organização é criar um balanço funcional, conforme já referido anteriormente.

No caso de uma empresa não cotada em bolsa, usa-se um dos métodos alternativos de estimação do capital próprio, para avaliar a atratividade da empresa comparativamente a investimentos opcionais. Para empresas cotadas em bolsa, usa-se tradicionalmente o

modelo do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ou modelo dos ativos financeiros em equilíbrio utilizando o β (beta) como risco de mercado.

O custo do capital indica-nos a estrutura de investimento da empresa, nomeadamente a taxa de retorno do investimento feito.

Qualquer investimento feito requer um risco implícito e quanto maior o risco, maior é o retorno exigido. Esse risco do projeto está ligado ao custo do capital escolhido. Brealey *et al* (2008).

O risco de uma empresa é composto pelo risco sistemático e pelo risco não sistemático, o risco sistemático é o risco de mercado, ou seja, não pode ser eliminado e não depende do investimento feito mas sim do risco existente no mercado em geral.

O risco não sistemático já por sua vez tem a ver com o investimento feito e pode ser alterado apartir da diversificação.

Estes dois tipos de riscos compõem o custo do capital da empresa.

Vejamos a opinião dos diversos autores:

Stewart (2005: 365) refere que «O custo do capital é o retorno mínimo aceitável sobre o investimento. É uma linha indivisível que separa o desempenho corporativo bom do ruim, uma taxa de corte que deve ser obtida de modo a criar valor...o custo do capital, em outras palavras, é guiado pela escolha entre o risco e retorno. Quanto mais risco a empresa pede que seus investidores assumam, maior deve ser o retorno antes que o valor seja criado e maior é o custo do capital dela.»

Brealey *et al* (2008: 205) referem também que «O custo do capital da empresa é a taxa de desconto correcta para projectos que envolverem um risco igual ao da actividade presente da empresa.»

Young e O'Byrne (2003: 147) por sua vez referem que o custo do capital é «...a taxa de retorno que o provedor de capital esperaria receber se o seu dinheiro fosse investido em um outro projeto ativo ou empresa de risco semelhante.»

O custo do capital é composto pelo capital próprio e pelo capital alheio.

O custo da dívida é conhecido pelos acionistas e gestores mas e o custo do capital próprio?

Não se pode olhar apenas só para o custo da dívida, tem que se olhar para o custo que o acionista têm por investir no negócio, esse deve ser um prémio de risco que deverá ser acima da taxa de juro que a organização paga aos seus credores.

O custo do capital próprio sendo designado por (K_e) define qual a remuneração mínima exigida ou esperada pelos acionistas. Apesar de este dado ser de difícil definição (uma vez que o mercado está em constante mudança) geralmente não é dado a conhecer fora da organização. Este dado é estimado segundo aproximações de valores de referência de empresas do mesmo sector com mais ou menos a mesma rendibilidade e risco.

Uma questão fulcral é qual é o misto destes dois custos que minimiza o custo do capital e que se obtém maior valor. Young e O'Byrne (2003).

Em suma o custo do capital é o custo de oportunidade que se perde por investir num projeto e não noutro de risco semelhante, é baseado em retornos esperados (expectativas).

O custo do capital deve ser usada segundo quatro perspetivas:

- ✓ Na obtenção do valor atual, como taxa de descontos dos *cash flows* previstos;
- ✓ Como a taxa mínima de retorno para se aceitar o investimento (*hurdle rate*);
- ✓ Na avaliação do valor criado como taxa de encargo do capital;
- ✓ No cálculo das taxas de retorno do capital investido como taxa *benchmark*.

Caldeira (Apresentações módulo 2- 2011/2012).

A Figura 2.20 reflete a existência de quatro formas de custos de capital.



Figura 2.20 As quatro formas de custos de capital.

Fonte: Adaptado de Stewart (2005: 366).

- ✓ O risco de negócio incute um risco de volatilidade dos resultados, logo necessitamos de uma taxa de retorno que incorpore um prémio de risco por existir essa volatilidade;
- ✓ O custo dos empréstimos traduz o custo das dívidas de capital alheio;
- ✓ O custo do capital próprio reflete a taxa de retorno que os acionistas exigem (um prémio de risco de negócio e financeiro) para compensar a volatilidade dos resultados líquidos;
- ✓ O custo médio ponderado do capital é a média ponderada do custo do capital próprio e do custo do capital alheio.

Para se ter riqueza gerada não basta cobrir apenas os custos operacionais, devem também ter em linha de conta o custo que se teve que dispendir para conseguir gerar essa riqueza, nomeadamente o custo de oportunidade que foi perdido por o capital ser investido nesse projeto e não noutro.

$$K_m = K_e * \frac{C_P}{C_T} + K_d * (1 - t) * \frac{C_A}{C_T} \quad (2.13)$$

Onde,

K_m = custo médio do capital líquido de impostos sobre os lucros;

K_d = custo do capital alheio;

K_e = custo do capital próprio;

T = taxa de imposto sobre o lucro;

CP = capital próprio;

CA = capital alheio;

CT = capital total investido.

Para calcular o WACC temos que ter:

- ✓ O volume de dívida junto a credores relativamente á estrutura de capital valorizado a preços de mercados;
- ✓ O custo da dívida junto dos credores;
- ✓ O volume do capital próprio relativamente a estrutura de capital valorizado a preços de mercados;
- ✓ $(1-t) - \text{ISR}$;
- ✓ O custo do capital próprio.

Isto dá-nos o custo do capital da empresa no mercado.

O custo da dívida é mais fácil de ser observado uma vez que existe contratos com as financiadoras que determinam a taxa a que os empréstimos estão sujeitos, já o custo do capital próprio não é assim tão relativo, pois a taxa de retorno do acionista varia consoante as expectativas de cada investidor. Young e O'Byrne (2003).

O modelo CAPM desenvolvido por Harry Markowitz em 1952 usualmente, utiliza-se para cálculo do capital próprio e para cálculo do EVA® mas nem sempre torna viável apurar as respetivas variáveis.

Neste modelo o custo do capital próprio é calculado da seguinte forma:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (2.14)$$

Onde,

R_f = taxa de juro sem risco;

R_m =valor esperado da rendibilidade do mercado;

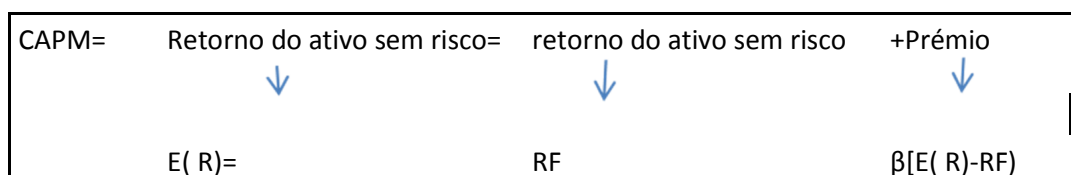
β = Coeficiente beta, mede a volatilidade de um investimento face as variações de mercado.

Porfírio, Couto e Lopes (2004: 55) referem que «O CAPM modeliza o comportamento do accionista na avaliação que este faz dos activos e da rendibilidade a que aspira alcançar.»

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (2.15)$$

O Quadro 2.1 reflete a decomposição do modelo CAPM.

Quadro 2.1 Decomposição modelo CAPM



Fonte: Adaptado de Young e O'Byrne (2003: 150).

O prémio de risco de mercado é o que o mercado paga por ações a todos os investidores.

O β que é o fator de risco da empresa e o que ajusta o prémio de risco ao mercado.

Como este modelo é baseado em expectativas $E(R)$ só permite estimar dados baseados nos comportamentos dos investidores no mercado, isto alocado a dificuldade de determinar o prémio de risco de mercado e o β da empresa levam ao problema do cálculo do custo do capital próprio com exatidão, basta uma variável ser interpretada de maneira diferente para chegarmos a valores de retornos dos ativos sem risco diferentes entre investidores.

Young e O'Byrne (2003) referem três premissas do modelo CAPM:

- ✓ Os investidores são adversos aos riscos;
- ✓ Os investidores escolhem a diversificação para diminuir o risco;
- ✓ O modelo CAPM na opinião destes autores não se poderá saber se é o modelo mais correto a usar uma vez que este não foi testado empiricamente.

Para a utilização deste modelo é necessário conhecer o β da empresa no mercado, para empresas não cotadas em bolsa torna-se difícil estimar este β . (Brealey *et al* (2008).

Young e O'Byrne (2003: 152) referem que «...o *beta* mede a volatibilidade do preço da ação de uma empresa em relação ao mercado de ações como um todo.»

O β determina os movimentos cíclicos e alavancagem operacional. Se o β é maior que um diz-se que o ativo é volátil.

O Quadro 2.2 reflete o risco da empresa demonstrando deste modo o β .

Quadro 2.2 Risco da empresa

Risco Total=	Risco de mercado	+risco específico da empresa
Risco Total=	Risco não diversificação	+risco diversificação
Risco Total=	Risco Sistemático	+risco não sistemático
Risco Total=	β	

Fonte: Adaptado de Young e O'Byrne (2003: 152).

A estimação do β para empresas de capital fechado, ou seja, não cotadas na bolsa de valores levanta alguns problemas na estimação do custo do capital próprio, não é fácil de estimar, segundo Young e O'Byrne (2003) deve-se ignorar o β na estimação do custo do capital próprio.

Assim deve-se procurar alternativas na estimação do custo do capital próprio, vejamos:

Alternativas de estimação do custo do capital próprio:

- ✓ **Utilização de empresas comparáveis:** Deve-se avaliar se o mercado onde a empresa não cotada em bolsa está inserida e verificar se existe empresas cotadas com risco de negócio ou produtos/serviços similares. Desta forma, calcula-se o beta desalavancado de cada empresa em questão e através da média do setor procede-se ao cálculo do beta alavancado.
- ✓ **Segmentação por linhas de produto:** Verificação de empresas comparáveis no mercado com o mesmo segmento de produto cotadas em bolsa. No caso da empresa em estudo, não existe nenhuma empresa cotada comparável (Marketing e Publicidade).
- ✓ **Utilização do β contabilístico:** Neto e Famá (2001) referem num estudo que fizeram, a aplicação do β contabilístico numa empresa do mercado brasileiro, que veio demonstrar que existe algumas discrepâncias entre o β contabilístico e o β de mercado. O β contabilístico apenas serve como uma ferramenta de apoio á análise de dados do mercados financeiros. O β contabilístico baseia-se nos resultados líquidos contabilísticos e não em retornos de mercado, esta analisa o lucro da empresa em relação ao lucro das empresas do sector.
- ✓ **Utilização de fatores fundamentais (regressão múltipla):** Através da regressão múltipla, combina-se fatores setoriais e fatores da empresa para se estimar o beta. Esta análise de dados é recolhida das demonstrações das empresas do mercado e da empresa em questão.

Devido a dificuldades de apuramento das diversas variáveis que os indicadores de estimação do custo do capital acarretam, torna-se necessário ajustar esses indicadores e arranjar métodos alternativos de estimação do custo do capital próprio.

Para a empresa não cotada em bolsa em estudo optou-se por um método alternativo de estimação do capital próprio, para avaliar a atratividade da empresa comparativamente a investimentos opcionais.

$$K_e = [(1 + t_1)(1 + t_2)(1 + t_3)]^{-1} \quad (2.16)$$

Fonte: Martins (2010: 24-25).

Onde,

T1 : [Rendimento real] - corresponde à remuneração real desejada para os capitais próprios (normalmente utiliza-se a taxa de remuneração real de ativos sem risco);

T2: [Prémio de Risco] - consiste no prémio anual de risco. Corresponde à taxa dependente da evolução económica, financeira, global e sectorial do projeto, bem como ao montante total envolvido no projeto;

T3 : [Inflação] - taxa de inflação.

Este modelo incorpora também uma taxa de juro sem risco; um valor esperado da rentabilidade do mercado e um coeficiente de risco.

Para cálculo do EVA® são efetuados alguns ajustes contabilísticos.

Young e O'Byrne (2003: 232) referem que não se deve efetuar mais de quinze ajustes contabilísticos ao EVA®, uma vez que os ajustes têm pouco impacto no lucro gerado. Nem sempre em trabalhos académicos como este, pesquisadores têm acesso a toda a informação da empresa, deste modo para o estudo em causa optou-se por não fazer nenhum ajuste contabilístico, pois segundo os autores «Qualquer que seja a base racional para os ajustes, ela não traz efeitos para os administradores que tentem implementar indicadores de desempenho orientados a valor em suas empresas.»

Os analistas referem que estes ajustamentos não têm um impacto relevante no cálculo do EVA® bem como também não se possui informação suficiente das empresas para se fazer

estes ajustamentos. Não interessa chegar a números exatos mas sim a um sistema de remuneração que leve os gestores a criar valor.

Os ajustes mais comuns são:

- ✓ Amortização do goodwill;
- ✓ Provisões;
- ✓ O leasing operacional que deve ser capitalizado;
- ✓ Impostos diferidos na demonstração de resultados são diferentes do da declaração fiscal logo deve-se somar ao resultado operacional se houver um aumento deste imposto;
- ✓ As despesas de investimento e desenvolvimento devem ser diferidas;
- ✓ As amortizações do *goodwill* diminuem o resultado operacional e baixam o capital investido, logo repõe-se as amortizações já retiradas.

Em suma a Figura 2.21 reflete um esquema resumo da composição do EVA®.

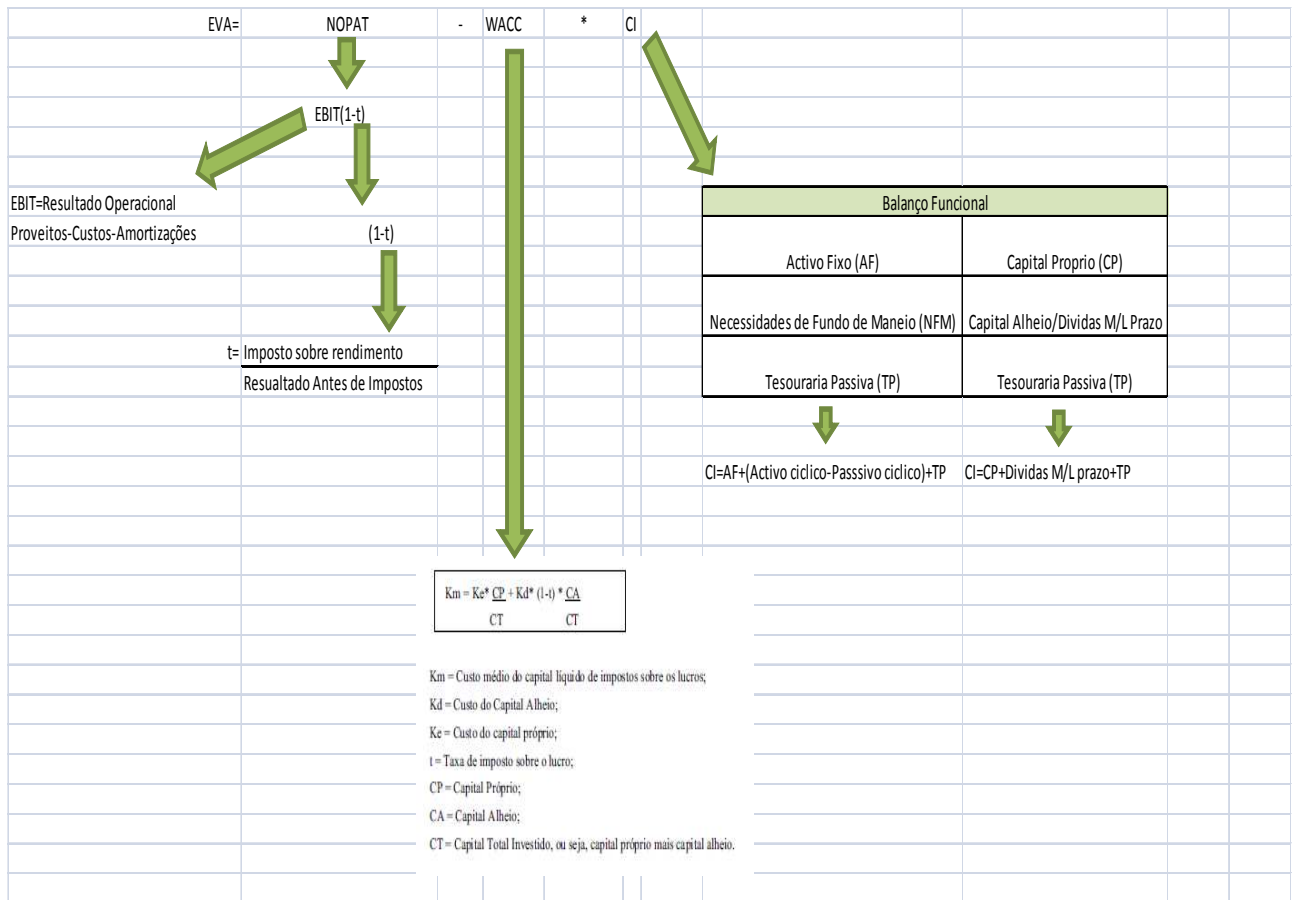


Figura 2.21 Esquema resumo EVA®

Fonte: Elaboração própria.

Tal como todas as métricas, o EVA® também tem as suas primazias e os seus inconvenientes, quando se aplica esta métrica deve-se conhecer estes factos e tentar contorná-los da melhor forma.

Vantagens da métrica EVA®:

Possibilidade de alinhamento entre gestores e acionistas devido a uma troca entre bonificações atuais e futuras com EVA®'s atuais e futuros para o acionista; Possibilita a

melhor definição dos objetivos da empresa e estimula o envolvimento dos administradores na gestão.

O EVA® na avaliação de empresas gera resultados idênticos ao modelo DCF (*Discount Cash Flow*) o tradicional VAL (valor atual líquido), a diferença é que o VAL usa-se para projeto todo e o EVA® diz-nos o valor criado período a período.

Limitações da métrica EVA®:

Algumas empresas e culturas não se adaptam á aplicação de elevados incentivos e isso pode levar a uma acomodação por parte do gestor no nível de melhor desempenho. Por outro lado, se houver muitos gestores de fraco desempenho pode-se dar o caso de haver muitas demissões e isto causa elevados custos para os acionistas. A nível contabilístico, o EVA® não é a melhor medida de desempenho para avaliação de novos projetos, mas é considerado uma boa métrica para a conceção de um sistema de incentivos. Young e O'Byrne (2003).

Á medida que o investimento vai sendo amortizado, o capital investindo vai baixando, logo é normal nos primeiros anos do investimento o EVA® seja elevado levando deste modo a distribuição de bónus aos gestores erradamente. O EVA® não visiona perspetivas futuras.

2.3.5.1.2 Cálculo do MVA® (Market Value Added)

O MVA® indica-nos a riqueza que o investimento traz, sendo a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital total investido na empresa. A Figura 2.22 representa a decomposição do MVA®. Young e O'Byrne (2003).

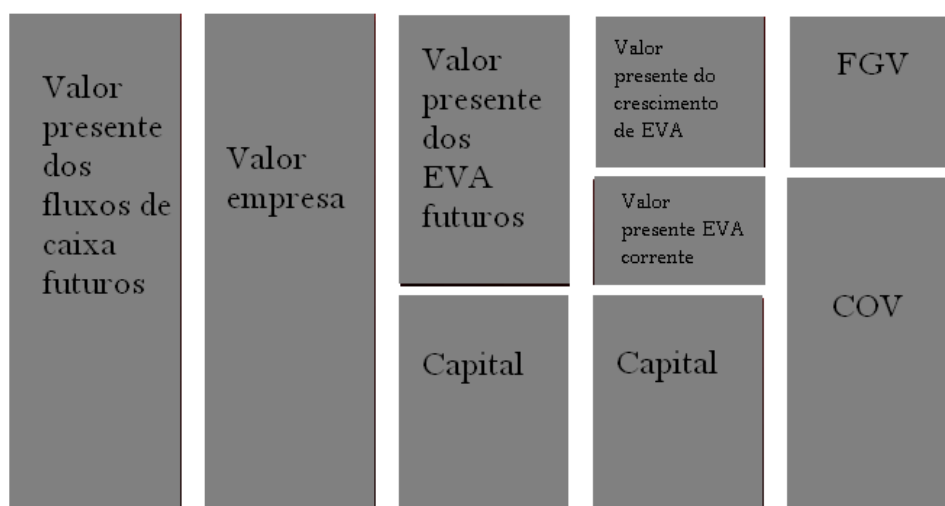


Figura 2.22 Decomposição valor de mercado.

Fonte: Adaptado de Young e O'Byrne (2003: 39).

O valor de mercado é o chamado *enterprise value*, ou seja, a soma do valor de mercado dos capitais da empresa pelos credores, mais concretamente o valor de mercado das dívidas da empresa junto a credores (*debt*) e dos acionistas (*equity*). Vejamos as diversas decomposições através da sua fórmula:

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Capital Investido} + \text{MVA}^{\circledR} \text{ (Soma dos EVA}^{\circledR} \text{ futuros)} \quad (2.17)$$

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Valor das Operações Correntes (COV}^{\circledR} \text{)} + \text{Valor de crescimento o futuro (FGV}^{\circledR} \text{)} \quad (2.18)$$

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Capital Investido} + \text{Valor capitaliza do do EVA}^{\circledR} \text{ corrente} + \text{Valor de Cresciment o Futuro} \quad (2.19)$$

Fonte: Young e O'Byrne (2003: 267).

A segunda componente, o capital investido é os recursos incorporados na empresa. Tal como o EVA®, a empresa cria valor quando gera MVA® positivos, ou seja quando o seu valor de mercado supera o capital investido, ao contrário a empresa destrói valor quando gera MVA® negativos. Young e O’Byrne (2003).

O valor de uma empresa é função das expectativas que o mercado de capitais têm sobre os futuros EVA® dessa empresa, portanto o valor de mercado pode ser apurado segundo os EVA® futuros. A Figura 2.23 demonstra a decomposição do valor da empresa.

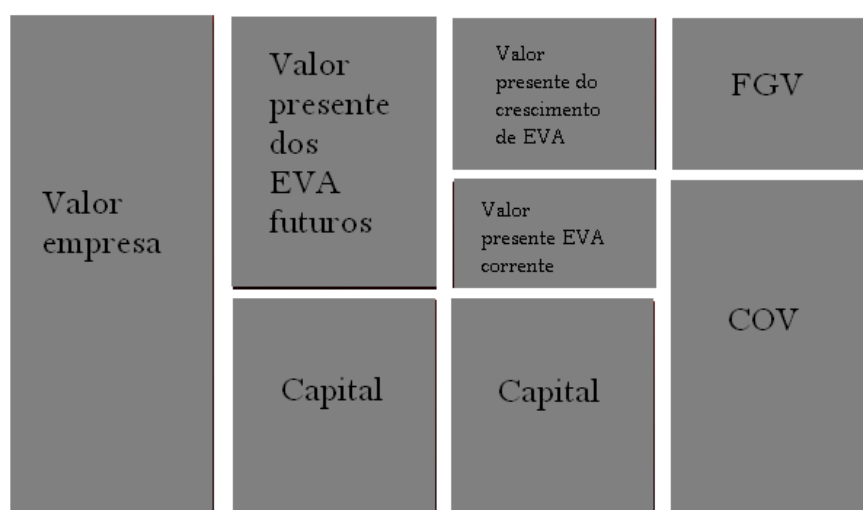


Figura 2.23 Decomposição do valor da empresa.

Fonte: Adaptado de Young e O’Byrne (2003: 45).

O FGV® (*future growth value*) é igual ao valor presente das melhorias esperadas de EVA® nos anos futuros, descontado pelo custo de capital, ou seja, o FGV® é o valor capitalizado das melhorias esperadas de EVA®.

O valor das operações correntes COV® (*corrent operations value*) é o valor do capital investido somado ao valor presente do EVA® corrente.

Young e O’Byrne (2003).

2.3.6 Sistemas de incentivos baseados no EVA®

O conceito do EVA® resulta da diferença entre a rentabilidade dos capitais investidos com o custo desse capital como já mencionado anteriormente, este incorpora o risco na determinação do custo do capital combatendo assim uma falha do ROI indicando-nos assim o real valor criado para o acionista.

O EVA® está intrinsecamente ligado ao sistema de incentivos uma vez que os sistemas tradicionais de incentivos baseados em metas orçamentais ignoram o custo de oportunidade do capital implícito no cálculo da performance da empresa.

Young e O'Byrne (2003) defendem que tornar gestores em acionistas através de aquisição de ações leva a um maior incentivo para a criação de valor, uma maior recompensa também pressupõe uma maior responsabilidade e maior exigência sobre os gestores mas apesar disso, consideram o EVA® a melhor métrica para a criação de planos de remunerações.

Horngrén; Datar e Foster (2006) também referem que um maior risco pressupõe uma maior recompensa. O EVA® não força a empresa a efetuar grandes endividamentos e aceita projetos que o banco normalmente recusa, logo tem mais oportunidades que poderão ser aproveitadas.

Stewart e Bennett (2005), Merchant (1989) e Dearden (1987) entre outros autores também assumem que o EVA® é o indicador mais adequado para a conceção de um sistema de incentivos.

Young e O'Byrne (2003) realçam também que mesmo implementando um sistema de bónus baseados na métrica EVA®, o mesmo deve levar o gestor a ter uma visão de longo prazo, apenas um sistema de bónus baseados na métrica EVA® não garante os interesses alinhados entre gestores e acionistas.

Vários estudos e implementações desta métrica foram sendo efetuadas ao longo dos anos, sendo que, atualmente já existe muitas empresas a utilizar esta métrica como sistema de recompensas.

Singer e Millar (2003) explicam no seu artigo a implementação do EVA® na empresa *Harsco*, aludindo deste modo aos resultados desta implementação.

A melhoria EVA® é conseguida quando os gestores tomam decisões seguindo a premissa que o capital tem um custo e isso é sempre posto em causa antes de qualquer decisão por parte do gestor.

Jansen, Merchant e Stede (2009) também descrevem os resultados de um estudo efetuado sobre o desempenho da aplicação de práticas de remuneração de empresas do setor automóvel em diversos países. Em causa estiveram empresas holandesas e americanas, da qual se concluiu que as empresas holandesas remuneraram através de bónus e incentivos muito menos do que as empresas americanas.

Por outro lado, Larmande e Ponssard (2003) examinaram um sistema de compensação desenvolvido numa empresa multinacional durante dois anos. Este sistema de compensação é elaborado segundo o EVA®, opondo-se assim aos sistemas de compensação baseados em metas orçamentais. Os autores criticam os autores do EVA® sugerindo que os sistemas de incentivos baseados no EVA® não permitem superar o dilema de controlar o conflito de interesses entre gestores e acionistas, que é uma constante na maioria dos sistemas de compensação. Os sistemas tradicionais de incentivos são muito arbitrários não induzindo o gestor a ultrapassar metas, mas os sistemas baseados no EVA® também implicam uma mudança na cultura da organização o que identicamente não se torna fácil a sua implementação, uma vez o EVA® deve ser implementado na cultura e nas tarefas do dia-a-dia associada á missão da organização. Este estudo concluiu assim que a métrica EVA® apesar das suas desvantagens é a melhor métrica a ser utilizada na conceção de sistemas de incentivos.

O EVA® sempre existiu através do designado valor residual, mas foi posto em prática e aprofundado pela *Stern Stewart & Company* em 1990. O EVA® procura demonstrar-nos a necessidade para a implementação de projetos e atrasos nas decisões adiadas, estes poderão ser combatidos através do EVA® uma vez que impõe o ónus aos gestores para gerarem valor para ambos (gestor e acionista). Young e O'Byrne (2003).

Se usarmos o EVA® chegamos ao mesmo resultado do que se utilizarmos o método DCF, mas o EVA® é melhor pois interliga a avaliação futurologia das ações às avaliações de desempenho subsequentes. Stewart e Bennett (2005).

No capítulo oito Stewart e Bennett (2005) assumem a preferência do uso do EVA® na avaliação de desempenho e o uso do orçamento do capital em função dos fluxos livres de caixa.

O EVA® deve ser usado para gerar valor através de:

- ✓ Determinação de objetivos;
- ✓ Alocação de capital;
- ✓ Avaliação do desempenho;
- ✓ Distribuição de bônus;
- ✓ Comunicação com investidores.

Se o EVA® for aplicado nestas perspectivas gerará valor sendo uma poderosa ferramenta de tomada de decisão.

Brealey *et al* (2008: 273) assumem que «A utilização mais importante do EVA é como indicador para a recompensa do desempenho dos funcionários da empresa. Mas pode ser aplicada a própria empresa.»

Os planos EVA® originais permitem obter uma percentagem de ganho fixa e ilimitada para o gestor, um fraco desempenho do EVA® leva os gestores a deslocalizar receitas e despesas de um ano para o outro. Ao ter uma percentagem fixa de EVA®, e sendo reduzida de ano para ano, leva a desmotivação do gestor, bem como gera bonificações para os gestores mesmo que o acionista obtenha perdas, em vez disso, deve-se implementar uma fatia de melhoria do EVA®. Young e O'Byrne (2003).

2.3.6.1.1 *Sistemas de incentivos em conta corrente – o modelo X Y*

A *Stern Stewart & Company* foi a lançadora deste sistema mostrando a real utilidade da métrica EVA®.

O plano tradicional de remuneração baseado no EVA® separa as metas orçamentais do bônus atribuído, mas o pagamento desse bônus é limitado a uma percentagem fixa de atingimento do EVA®. Este sistema pune o gestor se não houver criação de valor.

Bases do sistema:

- ✓ Objetivo: EVA®;
- ✓ Prémio: Atingir o EVA® objetivo;
- ✓ Intervalo de EVA®: *break even* sem limites a mais nem a menos;
- ✓ Objetivo ano: EVA® anterior mais a melhoria do EVA®.

Vejamos a sua fórmula de cálculo:

$$\text{Prémio} = x\% * \text{variaçãoEVA} + Y\% * \text{EVA} \quad (2.20)$$

Fonte: Neves (2011: 215).

Onde,

P= prémio a atribuir;

x%= percentagem sobre o acréscimo de EVA®;

y%=percentagem sobre o EVA®.

Sendo que,

O x% deve ser maior que y% para beneficiar as melhorias de performance e penalizar as reduções.

Stewart e Bennett (2005) definiram um sistema de conta corrente baseado no valor absoluto do EVA® e no acréscimo do EVA®.

Este sistema premeia os gestores pela melhoria de EVA® bem como pelo valor de EVA® em si. Cada nível de EVA® que o gestor atinge é como um novo patamar de referência e pode levar o gestor a não querer aumentar muito o EVA® mas aí o gestor também é penalizado pelo y%.

O objetivo é o EVA®, sendo que é revisto todos os anos. Se o gestor atingir esse objetivo recebe um valor de bônus. Este bônus é limitado por um banco de bônus, ou seja, uma percentagem desse bônus é pago o resto vai para o banco de bônus. O x% é o acréscimo do EVA® e o y% é a percentagem sobre o EVA® se este for positivo, se for negativo será zero.

O Quadro 2.3 exemplifica um sistema deste tipo.

Quadro 2.3 Banco de bônus baseado no EVA®

Anos	Ano 1	Ano 2	Ano 3
Descrição	Ano Atual	Ano Bom(excede obj.)	Ano Mau (abaixo obj.)
Salário anual	24.000,00	24.000,00	24.000,00
Ganho bônus %	35%	95%	-30%
Ganho bônus €	8.400,00	22.800,00	-7.200,00
Saldo inicial do banco	14.400,00	15.200,00	25.333,33
Disponível para pagamento	22.800,00	38.000,00	18.133,33
Parcela de prêmio a pagar	1/3	1/3	1/3
Bônus pago	7.600,00	12.666,67	6.044,44
Saldo do banco	15.200,00	25.333,33	12.088,89

Fonte: Adaptado de Stewart e Bennett (2005: 215).

Um gestor com o salário anual de 24.000,00 € se atingir o alvo EVA® recebe 35% do seu salário. O saldo inicial do banco de bônus é 60 % do seu salário, ou seja, 14.400,00 €.

Nesse ano o gestor tem em conta corrente de 22.800,00 € disponíveis para pagamento, se o gestor só tiver direito a 1/3 do prémio acumulado por ano, logo 2/3 ficam em conta corrente para pagamentos futuros. No ano atual o gestor receberia 7.600,00 € ficando o restante em conta corrente.

No segundo ano o gestor ultrapassou a performance esperada e obteve um prémio de 22.800,00 € somando ao saldo do banco do ano um dáuim bônus acumulado de 38.000,00 €, é paga nesse ano 12.666,67€, ou seja, mais 5.06667 € do que no ano um e 10.133,33 € em conta corrente. No ano três o gestor teve um fraco desempenho e isso vai refletir-se no seu saldo do bônus, reduzindo o mesmo.

Young e O'Byrne (2003) referem como problemas a este sistema os seguintes:

- ✓ Nos anos de criação de valor este modelo é viável mas nos anos de destruição de valor o gestor é penalizado e existe a tendência a desmobilizar receitas e despesas de um ano para o outro.
- ✓ Apesar de haver criação de valor pode não existir melhoria na criação de valor levando assim a pagamentos de bônus indevidamente aos gestores;
- ✓ Este tipo de sistema desmotiva os gestores por receberem bônus baixos ou por os acionistas pagarem bônus altos mesmo não havendo melhoria de EVA®

Young e O'Byrne (2003: 128) referem que «O plano XY é um esquema de bonificação mais eficiente que o plano EVA original (um plano X puro) tanto para empresas com EVA positivo quanto negativo.»

O modelo de remuneração baseado no EVA® tem vindo a ser reformulado ao longo dos tempos por forma a se remunerar os gestores e criar valor para o acionista o mais justamente possível. Após estas críticas estes autores, Young e O'Byrne (2003) propõem uma evolução deste sistema adicionando a percentagem fixa de EVA® a atingir uma percentagem de melhoria esperada de EVA®.

2.3.6.1.2 O sistema de incentivos baseados nos objetivos do EVA®

Young e O'Byrne (2003) propõem uma evolução ao modelo XY de Stewart e Bennett (1990):

- ✓ Fixação prêmio fixo se o gestor atingir um objetivo, isto substitui o y, ou seja, a percentagem sobre o EVA® se este for positivo, e zero se este for negativo, assim se não se criasse valor o gestor não tinha bônus;
- ✓ O x em vez de ser sobre o acréscimo de EVA® é sobre a diferença entre a variação do EVA® e a melhoria do EVA®.

$$\text{Bonificação o meta} = \text{meta de bonificação o} + Y\%(\text{var. EVA}^{\circledR} - \text{ME}) \quad (2.21)$$

Fonte: Young e O'Byrne (2003: 277).

Onde,

Y%= Percentagem que incidirá sobre a diferença entre a variação no EVA® e o valor esperado na melhoria do EVA®;

Var. EVA®= Variação de EVA®;

ME= Melhoria esperada.

Este prêmio é pago através de um sistema de conta corrente, em cada período só se paga um certo valor do prêmio, o resto é acumulado numa conta corrente sendo pagos até ser atingido um patamar do saldo da conta corrente.

Se o gestor melhora o seu desempenho, aumenta o saldo; aumenta o prêmio a receber e aumenta o valor para o acionista.

Se o gestor tiver menor desempenho, baixa o saldo; baixa o prêmio e baixa o valor para o acionista. Deste modo, retêm os melhores gestores e incentiva a saída dos gestores de menor desempenho.

Este plano XY foi melhorado com a introdução da melhoria esperada do EVA®. O x% de EVA® é alterado por uma meta de bonificação e ao y% acrescenta-se a melhoria do EVA®.

O y% do EVA® é um incentivo mesmo o EVA® é negativo, o x% é mais usado para incentivar um nível de remuneração competitivo, se o EVA® é negativo, o x% também o é. A meta de bonificação é o que se recebe por se alcançar a melhoria esperada do EVA®.

Este plano permite:

- ✓ Ajudar a promover o compromisso incentivo/custo mais eficiente;
- ✓ Esta melhoria esperada pode ser aplicada a empresas com EVA® positivo e EVA® negativo;
- ✓ Se o EVA® aumenta neste plano, o vínculo é mais conjugado com retornos em excesso.

O Quadro 2.4 reflete um exemplo prático da aplicação deste modelo com um banco de bônus.

Quadro 2.4 Moderno plano de incentivos baseados no EVA®

Descrição	Ano 1	Ano 2	Ano 3
EVA®	-150.000,00	-200.000,00	-50.000,00
Melhoria de EVA®	150.000,00	-50.000,00	150.000,00
Melhoria esperada de EVA®	50.000,00	50.000,00	50.000,00
Melhoria em excesso de EVA®	100.000,00	-100.000,00	100.000,00
Meta bonificação	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Parcela de melhoria em excesso de EVA®	2%	2%	2%
Bonificação recebida	3.000,00	-1.000,00	3.000,00
Bonificação recebida + Saldo da conta	3.000,00	333,33	3.000,00
Bonificação paga	1.666,67	333,33	1.666,67
Saldo final	1.333,33	0,00	1.333,33

Fonte: Adaptado Young e O'Byrne (2003: 128-131)

EVA® inicial de - 300.000,00 €.

O valor a ser pago é definido da seguinte forma:

- ✓ Se o saldo da conta for inferior ao valor da meta de bonificação paga-se 100% do saldo se a conta for positiva;
- ✓ Se o saldo da conta exceder o valor da meta de bonificação, paga-se o valor da meta de bonificação mais um terço do valor que exceder a meta de bonificação.

O EVA® no ano zero é de -300.000,00 €, no ano um o EVA® aumentou para -150.000,00 €, ou seja uma melhoria de EVA® de 150.000,00 €.

A melhoria esperada de EVA® é de 50.000,00 € anuais se a empresa no ano um melhorou 150.000,00 € teve uma melhoria em excesso de EVA® de 100.000,00 €.

A meta de bonificação é 1 % da melhoria esperada de EVA® ou seja 1.000,00 €.

A parcela de melhoria em excesso de EVA® foi definida nos 2%, deste modo a bonificação recebida será a meta de bonificação mais a parcela de melhoria em excesso vezes a diferença entre a variação do EVA® e a melhoria esperada de EVA®.

A bonificação recebida no ano um é de 3.000,00 € ($100.000,00 + 2\% * (150.000,00 - 50.000,00)$).

No ano um o gestor ainda não tem saldo, portanto o saldo da bonificação recebida com o saldo de conta são os 3.000,00 €.

No ano dois o gestor tem em saldo 1.333,33 €, houve um decréscimo do EVA® de 50.000,00 € auferindo de uma bonificação de -1.000,00, deste modo reduz o saldo da conta para 333,33 €. Como o saldo é inferior a meta de bonificação paga-se este montante.

No ano três, existe uma melhoria de EVA® de 150.000,00 €, sendo a melhoria em excesso relativamente ao esperado de 100.000,00 €. A bonificação auferida é de 3.000,00 € e paga-se o valor da meta de bonificação, mais um terço do excedente, ou seja, 1.666,67 € o restante fica em saldo para o ano quatro.

Este método é uma das medidas de estratégia com vista à criação de valor futuro e para o crescimento da organização.

Neves (2011: 215/216) refere que «Este método produz uma remuneração baseada nos acréscimos de EVA e outra no valor absoluto de EVA, sendo evidente que também permite que os gestores possam jogar e empurrar melhorias de EVA de um ano para o outro,

consoante aquilo que lhes for mais conveniente. Não elimina por isso o problema dos comportamentos disfuncionais nos gestores.»

Vejamos as fórmulas das componentes deste sistema de incentivos:

$$\text{Variação do EVA}^{\text{®}} = \text{EVA}^{\text{®}} \text{ gerado do ano corrente} - \text{EVA}^{\text{®}} \text{ gerado do ano anterior} \quad (2.22)$$

$$\text{Melhoria em excesso EVA}^{\text{®}} = \text{Variação do EVA}^{\text{®}} - \text{Melhoria Esperada} \quad (2.23)$$

$$\text{Valor de mercado} = \text{Capital investido} + \text{Valor presente dos Evas futuros} \quad (2.24)$$

$$[(1 + \text{WACC})/\text{WACC}] = \text{valor de mercado} * \text{custo do capital} \quad (2.25)$$

Fonte: Young e O'Byrne (2003: 277).

Equação fundamental de avaliação da melhoria esperada:

$$\text{ME} = \frac{\text{MVA}^{\text{®}} - (\text{EVA}^{\text{®}} \text{ atual}) * \text{WACC}}{\text{WACC}} \quad (2.26)$$

$$\text{ME} = \text{Valor presente do crescimento futuro} * \text{WACC} \quad (2.27)$$

Fonte: Adaptado de Young e O'Byrne (2003: 267-268).

Disfunções:

- ✓ Nem todas as empresas se adaptam a elevados incentivos, inculir isto em algumas empresas não é fácil, elevados incentivos leva a uma acomodação no patamar de maior desempenho;
- ✓ O custo para o acionista pode ser muito alto e dar origem a auto demissões por falta de alavancagem;
- ✓ Para novos negócios, o EVA® a nível contabilístico não é considerado a melhor métrica de avaliação de desempenho;
- ✓ Diferentes tipos de atitude perante o risco (aversores ao risco ou propensos ao risco). Young e O'Byrne (2003) referem que os gestores mais velhos têm tendência a vender património pois não são tao propensos ao risco querem é manter um bom património uma vez que estão no fim das suas carreiras, para estes casos o plano EVA® pode ser autodestrutivo;
- ✓ Indústrias cíclicas, existe muitas indústrias em que o desempenho EVA® varia muito de ano para ano, como é o caso da indústria do papel que o preço varia muito rapidamente;
- ✓ Diferenças culturais, para países mais aversos ao risco, estabelece-se metas de bonificação mais baixas. Young e O'Byrne (2003).

Os sistemas de incentivos devem ser encarados como uma estratégia de crescimento para a organização não apenas como mais um custo que a empresa vai ter.

2.4 Estratégia de crescimento

Cada vez mais as organizações têm que procurar se adaptar e criar estratégias para acompanhar as mudanças que ocorrem constantemente. Existe diversas estratégias de crescimento mas todas as empresas devem-se questionar constantemente o que deveremos fazer para crescer? Estamos a crescer o suficiente? Estamos a estimular a participação de todos com novas ideias?

As chefias têm que ser capazes de estimular este espírito de participação e não de criação de medo, muitos colaboradores não participam por vergonha, medo e falta de atitude, as chefias devem criar esta aproximação uma vez que quem tem a função operacional tem mais a percepção dos problemas do que a própria chefia que não executa tarefas operacionais.

As empresas para criarem valor devem avaliar o valor das operações correntes e o valor do crescimento futuro . Young e O'Byrne (2003).

Deve-se aprofundar o que já foi criado; estudado e melhorar, tal como na saúde se vai evoluindo à procura de novas curas para as doenças, a criação de valor também vai evoluindo e criando premissas para novas estratégias.

3 ESTUDO EMPÍRICO

3.1 Metodologia

Para se conseguir atingir o objetivo de elaborar uma proposta de um sistema de incentivos baseados na métrica EVA® foi feito primeiramente uma abordagem teórica no módulo de revisão da literatura, nomeadamente sobre a criação de valor e a gestão baseada no valor, sobre as diversas componentes de um sistema de incentivos bem como a importância destes dois últimos temas no crescimento da organização. A aplicação mais prática desta investigação é elaborada através de um estudo do caso. Neste estudo do caso, será estudada uma proposta de incentivos baseados no valor para uma empresa de Marketing e eventos, sendo que esta utiliza como ferramenta de avaliação de desempenho e de incentivos baseados em dados contabilísticos e em metas orçamentais, o objetivo deste estudo é propor um sistema de incentivos baseados no valor, na métrica EVA®. A coleta de dados é feita através da análise dos balanços patrimoniais e dos demonstrativos de resultados da empresa em estudo.

Após este estudo, irá ser feita neste capítulo uma avaliação das perspectivas de sucesso deste sistema de incentivos bem como as dificuldades encontradas, sendo que, o principal objetivo é levar os colaboradores a mudarem a sua atitude e se cinjam ao objetivo de criação de valor na organização.

3.2 Descrição e Caracterização do estudo

O objetivo deste trabalho, tal como referido inicialmente, é elaborar uma proposta de um sistema de incentivos baseados no valor, nomeadamente no real valor criado para o acionista. Muitos estudos têm sido elaborados como melhor recompensar os colaboradores e quais as melhores ferramentas de avaliação de desempenho, procurando-se cada vez mais formas concretas, lógicas e justas tanto para os colaboradores como para os investidores.

Por forma a tentar demonstrar tudo o que foi relatado até aqui, foi escolhida uma empresa em que não se aplique a métrica EVA® e que não seja cotada na bolsa por forma a se

evidenciar a grande dificuldade de avaliar o valor das empresas que não sejam transacionadas no mercado de valores.

O resultado esperado desta investigação também é levar os comerciais da empresa estudada a agir segundo a real criação de valor para o acionista, e não segundo metas orçamentais.

3.2.1.1 *Análise do mercado*

A Anónima SA está enquadrada no setor 70220 - outras atividades de consultoria para os negócios e a gestão de pequenas empresas. Em 2011 existiam 307 empresas neste setor e em 2010 322 empresas. Em 2011 61% destas empresas eram sociedades por quotas, 34 % sociedades anónimas e 5% outras sociedades ou de outras naturezas. Das empresas constantes neste setor em 2011, 27 % têm maturidade até 5 anos, 30% de 6 a 10 anos e 43% mais de 10 anos.

O Quadro 3.1 representa posição da empresa no setor.

Quadro 3.1 Posição da Anónima SA no setor 2010/2011

	2010		2011		2011
	Empresa	Média do agregado	Empresa	Média do agregado	
Ativo (em euros)	2 282 482	5 023 038	1 024 352	5 315 824	99
Capital próprio (em euros)	520 289	1 349 440	523 781	998 947	97
Volume de negócios (em euros)	3 071 926	1 726 242	2 910 608	1 688 497	46
Total de rendimentos líquidos (em euros)	3 351 472	2 049 528	3 235 459	1 981 090	49
Valor acrescentado bruto - VAB (em euros)	1 473 624	759 075	1 420 680	853 988	44
Resultado líquido do período (em euros)	46 900	- 138 888	8 493	- 228 425	-
Vendas e serviços prestados ao exterior (em euros)	99 972	575 634	71 224	578 185	97
Compras de bens e serviços ao exterior (em euros)	180 737	396 615	9 599	289 424	87
Número de pessoas ao serviço	49	17	46	18	6
Rendibilidade dos capitais próprios (%)	8,90	- 10,29	1,62	- 22,87	-

Fonte: Quadros da empresa e do setor, Banco de Portugal 2011.

A empresa tem uma liquidez geral e reduzida superior á média do setor em 2011 e 2010 respetivamente.

A autonomia financeira já se encontra um pouco abaixo do setor e o nível de endividamento acima do setor.

O grau de alavancagem combinada está acima da média sectorial, sendo que o prazo médio de recebimentos está acima da média do agregado e o prazo médio de pagamentos está abaixo da média do setor. (Quadros da empresa e do setor, Banco de Portugal 2011).

3.2.2 Apresentação da empresa

3.2.2.1 Evolução histórica e base acionista

A Anónima SA é uma agência de ativação de marca inserida no mercado desde 1989 que se dedica as seguintes áreas:

- ✓ *Trade* marketing;
- ✓ Promoção de vendas;
- ✓ *Event* Marketing;
- ✓ Design;
- ✓ Marketing infantil.

O grupo é constituído por uma empresa mãe, a Anónima3 SGPS e pelas filhas Anónima SA (Lisboa); Anónima Espanha (Madrid); Anónima Digital e Anónima2. A Anónima SA surge da cisão em 2006 com a Anónima4(1989), sendo esta última umas das primeiras agências de marketing no mercado português. A Anónima SA foi considerada PME líder em 2012.

Em Setembro de 2008 constituiu-se a Anónima Espanha, uma experiência Ibérica. Por outro lado a Anónima SA possui um departamento de marketing infantil, sendo o primeiro portal português dedicado ao desporto para crianças onde se pode expor as opiniões das crianças.

A Anónima Digital é uma empresa onde se desenham, desenvolvem e gerem interfaces e aplicações digitais bem como elabora a adaptação das marcas aos meios digitais.

A Anónima2 – Prestação de serviços Lda. é uma empresa dedicada a promoção de eventos e traduções, possuindo promotores que dão apoio aos eventos da Anónima SA.

Missão: “Temos por missão desenvolver campanhas e estratégias criativas e eficazes por forma a contribuir para a construção das marcas e gerar vendas, crescendo sempre de forma sustentada e estabelecendo uma relação duradoura e de verdadeira parceria com os nossos clientes.”

A estrutura organizacional da Anónima SA é representada na Figura 3.1.



Figura 3.1 Organograma - Anónima SA.

Fonte: Elaboração própria.

Os recursos humanos da Anónima SA são compostos por oito grupos, quatro principais (comerciais/*accounts*) e quatro de *staff*/apoio e estão representados no Quadro 3.2.

Quadro 3.2 Decomposição estrutura da Anónima SA

Departamento	%	Tipo Departamento
Administração	7%	Staff
Artes Finalistas	7%	Staff
Comerciais FL	7%	Comerciais
Comerciais MF	11%	Comerciais
Comerciais RA	11%	Comerciais
Criativos	43%	Staff
Estrutura	11%	Staff
Marketing Infantil	4%	Comerciais
Total Geral	100%	

Fonte: Elaboração própria.

O departamento de comerciais/*accounts*: são o contato com o cliente, sendo que são responsáveis por criar o orçamento, ter ideias e apresentá-las aos clientes, bem como a negociação de valores a faturar.

O departamento de artes finalistas: projetam o trabalho dos criativos, nomeadamente artes finais.

O departamento de criativos: criam e desenvolvem maquetes e fee criativo.

A estrutura e administração: contempla o departamento financeiro e contabilidade; recursos humanos; estafeta, rececionista e administração em si.

3.2.2.2 Atividade económica e financeira

A atividade da Anónima SA foi evoluindo desde 2006 (data da sua constituição) sendo que a partir de 2010 começou a decrescer mais acentuadamente a sua margem de lucro devido a crise económica que o nosso país, Portugal, atravessa como se pode evidenciar no Quadro 2.3. Outro indicador demonstrativo desta situação é o cash-flow disponível que representa o declínio da empresa a partir de 2010. Estes indicadores são comparados segundo os quadros da empresa e do setor, Banco de Portugal 2011 em anexo.

Quadro 3.3 Indicadores de gestão Anónima SA 2006-2011

Indicadores de Gestão	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Prestação de Serviços	2.910.659,11	3.071.926,22	3.248.898,54	4.533.821,84	4.971.173,22	3.725.225,97
Vendas de Mercadorias e Produtos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultados Líquidos	8.492,55	46.293,44	119.214,39	218.138,54	87.329,36	251.368,49
Cash-Flow	48.158,49	87.624,93	187.372,88	293.251,49	146.483,88	268.057,94
Capital Social	50.000,00	55.000,00	55.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00
Ativo Total Líquido	2.038.268,08	2.297.189,92	1.751.057,48	1.782.387,87	1.917.598,34	1.725.592,55
Ativo Fixo	83.165,43	72.901,97	42.993,49	87.503,68	111.806,87	34.860,53
Capitais Permanentes	1.031.580,57	1.280.723,72	525.410,18	486.161,45	325.205,95	301.368,40
Fundo Maneio (Sentido Lato)	967.780,62	1.227.187,23	482.416,69	398.657,77	213.399,08	266.507,87
Fundo Maneio (Sentido Restrito)	948.415,14	1.207.821,75	482.416,69	398.657,77	213.399,08	266.507,87
Margem Bruta Relativa	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Margem de Lucro	0,29%	1,51%	3,67%	4,81%	1,76%	6,75%
Número de Trabalhadores	46	49	41	41	34	25
Vendas por trabalhador	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Volume Negócios por Trabalhador	63.275,20	62.692,37	79.241,43	110.581,02	146.210,98	149.009,04
OUTROS	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Valor Acrescentado Bruto	-237.546,82	-155.464,36	1.116.743,68	1.501.262,69	1.082.399,26	1.169.476,94
VAB por Trabalhador	-5.164,06	-3.172,74	27.237,65	36.616,16	31.835,27	46.779,08

Fonte: Elaboração própria com base em modelos de Joaquim Pereira Martins de Sousa⁶.

⁶ <http://partilhatoc.com.sapo.pt/programas.htm>

A rentabilidade financeira indica-nos a rendibilidade dos capitais próprios, ou seja a rendibilidade para os acionistas. A rendibilidade económica mede a rendibilidade do investimento total (capitais próprios e alheios). A rentabilidade financeira e económica têm vindo a decrescer desde 2009 conforme se pode verificar no Quadro 3.4. A rotação do ativo indica-nos o grau de utilização dos ativos está acima da média do setor o que significa que a empresa está a trabalhar acima da sua capacidade.

Quadro 3.4 Análise económica Anónima SA 2006-2011

ANÁLISE ECONÓMICA	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Rentabilidade Bruta das Vendas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Rendibilidade Financeira	1,62%	8,90%	22,69%	44,87%	26,85%	83,41%
Rentabilidade Económica	0,42%	2,02%	6,81%	12,24%	4,55%	14,57%
Rentabilidade Líquida das Vendas	0,29%	1,51%	3,67%	4,81%	1,76%	6,75%
Rotação do Ativo (<i>turnover</i>)	1,43	1,34	1,86	2,54	2,59	2,16
Rentabilidade do Activo de Exploração (ROA)	0,42%	2,02%	6,81%	12,24%	4,55%	14,57%
Rentabilidade do Capital Próprio (<i>return on equity</i>)	1,62%	8,90%	22,69%	44,87%	26,85%	83,41%
Rotação Capital Próprio	5,56	5,90	6,18	9,33	15,29	12,36
Rotação Ativo Fixo	35,00	42,14	75,57	51,81	44,46	106,86
Rotação Ativo Circulante	1,49	1,38	1,90	2,68	2,75	2,20
Prazo Médio Cobrança (Dias)	134	177	105	79	82	130
Rotação de Clientes	966	731	1.231	1.647	1.579	998
Prazo Médio Pagamentos (Dias)	34	57	43	43	46	44
Rotação Fornecedores	3781	2264	3042	2983	2812	2955
Prazo Medio de Existências	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Rotação Existências	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Fonte: Elaboração própria com base em modelos de Joaquim Pereira Martins de Sousa.

A Solvabilidade diz-nos em que medida os meios estão a ser utilizados para fazer face aos compromissos a médio e a longo prazo e a autonomia financeira o que está a ser financiado com capitais próprios. Em relação ao setor estes indicadores da empresa em estudo estão mais abaixo do que os do setor mas não é uma diferença significativa não apresentando portanto riscos de falência. A liquidez geral reflete a capacidade da empresa honrar os seus compromissos de curto e longo prazo, esta está acima da média do agregado. O Quadro 3.5 demonstra os rácios financeiros apurados.

Quadro 3.5 Análise financeira Anónima SA 2006-2011

ANÁLISE FINANCEIRA	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Autonomia Financeira	25,70%	22,65%	30,01%	27,28%	16,96%	17,46%
Autonomia Financeira Alargada	25,70%	22,65%	30,01%	27,28%	24,16%	31,27%
Grau de Dependência	74,30%	77,35%	69,99%	72,72%	83,04%	82,54%
Coef. Financeiro do Ativo Fixo	12,40	17,57	12,22	5,56	2,91	8,64
Coef. Financeiro do Ativo Circulante	0,72	0,52	0,83	0,83	0,91	0,86
Solvabilidade	34,58%	29,28%	42,87%	37,51%	20,42%	21,16%
Sovabilidade Total	134,58%	129,28%	142,87%	137,51%	120,42%	121,16%
Liquidez Imediata	0,53%	1,33%	3,03%	1,24%	0,34%	1,22%
Liquidez Reduzida	194,21%	218,83%	139,36%	130,76%	113,40%	118,71%
Liquidez Geral	194,21%	218,83%	139,36%	130,76%	113,40%	118,71%
<i>Debt to Equity Ratio</i>	289,14%	341,52%	233,27%	266,62%	489,66%	472,59%
Endividamento Global	134,58%	129,28%	142,87%	137,51%	120,42%	121,16%
Cash-Flow / Vendas	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Cash-Flow / Volume Negócios	1,65%	2,85%	5,77%	6,47%	2,95%	7,20%

Fonte: Elaboração própria com base em modelos de Joaquim Pereira Martins de Sousa.

As áreas de negócio da organização são compostas por quatro principais itens: criatividade; materiais de produção; logística e eventos. O Quadro 3.6 especifica as áreas de negócio da Anónima SA.

Quadro 3.6 Áreas de negócio Anónima SA

<u>Criatividade</u>	<u>Materiais de Produção</u>	<u>Logística</u>	<u>Eventos</u>
Fee Criativo Maquetes Artes Finais Aluguer de imagens Ilustrações / Fotografias Provas de Cor / Fotolitos Artes Finais	Impressão Off - Set Serigrafia Digital Estruturas Acessórios Materiais de Apoio Brindes Fardas	Fee de Acompanhamento Promotores Animadores Handling Custos Fixos Custos Variáveis Publicações Transporte Montagem /desmontagem Prémios Armazenamento	Fee de Acompanhamento Audiovisuais Catering Promotores Animadores Decoração Filmagens / Fotógrafo Acessórios Adrecistas

Fonte: Elaboração própria.

A criatividade é feita pelos criativos e pelos artes finalistas que desenvolvem a ideia e apresentam-na ao cliente.

A produção engloba a compra de materiais necessários para se desenvolver a criatividade, a logística e os eventos.

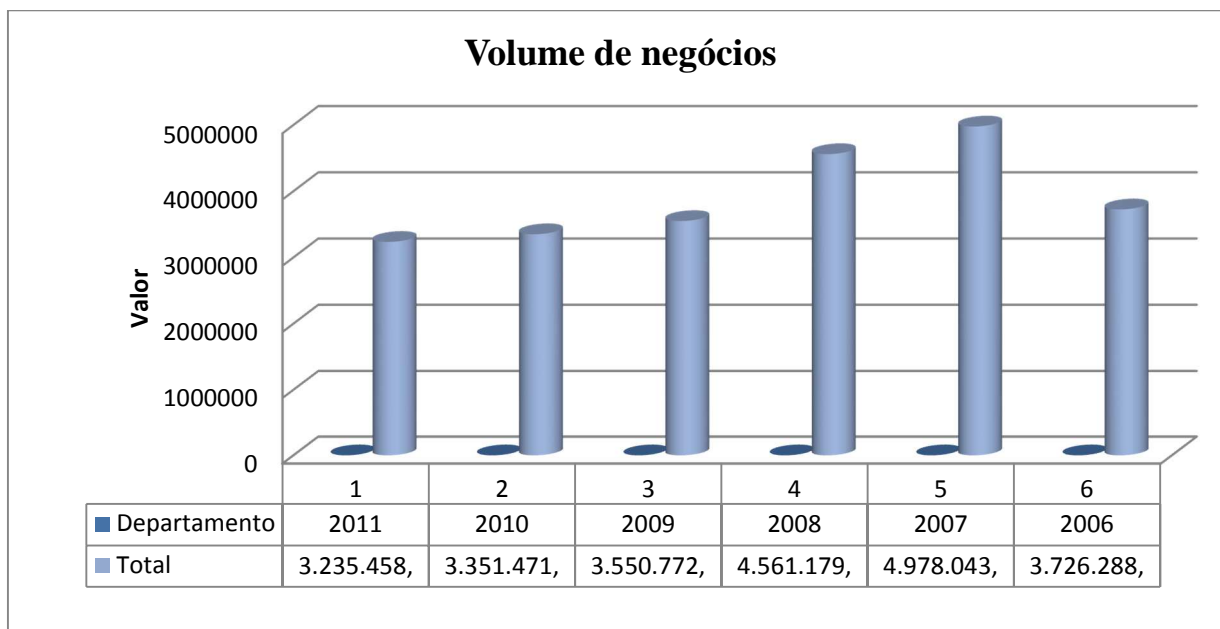
A logística engloba todo o processo de logística de acompanhamento do evento/ou transporte das maquetes para os clientes.

Os eventos contemplam todos os materiais e serviços necessários para se realizar o evento.

O volume de negócios têm vindo a diminuir ao longo dos anos devido á crise que atravessa a Europa, o setor do marketing e publicidade é fortemente afetado por esta conjuntura e a Anónima SA não é exceção.

O volume de negócios de 2006 a 2011 está demonstrado no Gráfico 3.1 por departamento.

Gráfico 3.1 Volume de negócios Anónima SA 2006-2011



Fonte: Elaboração própria.

Existe departamentos que no decorrer destes anos foram extintos e outros que foram criados. Em 2011 criou-se o departamento de Marketing infantil e extinguiu-se o departamento de compras. Assim, para análise da distribuição do volume de negócios como base de distribuição do valor criado e para se chegar a uma média coerente, optou-se por distribuir esse valor dos departamentos extintos pelos restantes em vigor o Quadro 3.7 reflete essa distribuição.

Quadro 3.7 Mapa de distribuição do volume de negócios de departamentos extintos

Departamento	2011	2010	2009	2008	2007	2006
TOTAL MA/Outros a distribuir	298.273,86	368.034,09	393.728,56	78.719,35	553.767,06	133.294,58
Comerciais FL	74.568,47	122.678,03	131.242,85	26.239,78	184.589,02	44.431,53
Comerciais MF	74.568,47	122.678,03	131.242,85	26.239,78	184.589,02	44.431,53
Comerciais RA	74.568,47	122.678,03	131.242,85	26.239,78	184.589,02	44.431,53
Marketing Infantil	74.568,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaboração própria

O Quadro 3.8 reflete a nova estrutura de distribuição do volume de negócios pelos departamentos em vigor atualmente.

Quadro 3.8 Estrutura de distribuição do volume de negócios

Departamento	2011	2010	2009	2008	2007	2006	TOTAL	% Média
Comerciais FL	1.081.711,82	1.132.565,96	1.223.454,49	904.532,25	1.696.262,49	855.216,35	6.893.743,36	29,46%
Comerciais MF	570.035,72	880.419,88	1.061.380,95	1.278.936,32	2.024.348,85	2.237.052,96	8.052.174,68	34,41%
Comerciais RA	1.270.564,31	1.338.485,91	1.265.937,47	2.377.710,68	1.257.431,98	634.018,86	8.144.149,21	34,80%
Marketing Infantil	313.146,72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	313.146,72	1,34%
Total	3.235.458,55	3.351.471,75	3.550.772,92	4.561.179,26	4.978.043,32	3.726.288,16	23.403.213,96	100,00%

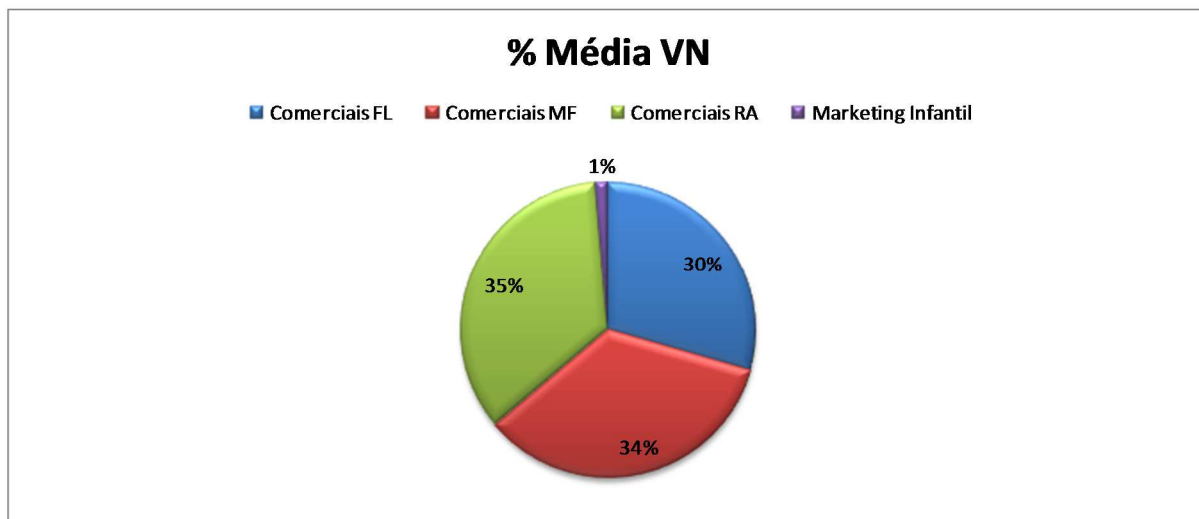
Fonte: Elaboração própria.

Posto isto, verificou-se a seguinte ordem de departamentos segundo o volume de negócios:

- ✓ **Primeiro:** Departamento de RA, com 35 %;
- ✓ **Segundo:** Departamento MF, com 34 %;
- ✓ **Terceiro:** Departamento FL, com 30 %;
- ✓ **Quarto** e mais recentemente criado: Marketing Infantil, com 1 %.

O Gráfico 3.2 dá-nos uma perspetiva de qual o departamento que possui maior volume de negócios em média no período 2006 a 2011 da Anónima SA.

Gráfico 3.2 Percentagem média volume de negócios Anónima SA



Fonte: Elaboração própria.

Estas percentagens vão servir de base para a distribuição do valor criado e dos pagamentos de bónus correspondentes. O Quadro 3.9 serve de base de distribuição do valor criado segundo uma média do volume de negócios no período entre 2006 e 2011.

Quadro 3.9 Mapa distribuição do valor da empresa

Departamento Principal	% VN	Valor Criado	Subdepartamentos	%	Incentivo
Comerciais FL	29,46%		Comerciais	50%	0,00
			Artes Finalistas	10%	0,00
			Administração	5%	0,00
			Criativos	30%	0,00
			Estrutura	5%	0,00
			TOTAL	100%	0,00
Comerciais MF	34,41%		Comerciais	50%	0,00
			Artes Finalistas	10%	0,00
			Administração	5%	0,00
			Criativos	30%	0,00
			Estrutura	5%	0,00
			TOTAL	100%	0,00
Comerciais RA	34,80%		Comerciais	50%	0,00
			Artes Finalistas	10%	0,00
			Administração	5%	0,00
			Criativos	30%	0,00
			Estrutura	5%	0,00
			TOTAL	100%	0,00
Marketing Infantil	1,33%		Comerciais	50%	0,00
			Artes Finalistas	10%	0,00
			Administração	5%	0,00
			Criativos	30%	0,00
			Estrutura	5%	0,00
			TOTAL	100%	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Se a empresa criar valor, o mesmo é repartido pelos quatro departamentos de comerciais e dividido pela média do volume de negócios desde 2006 até 2011. Seguidamente cada departamento principal subdivide-se pelos restantes departamentos.

Uma vez que a empresa divide a sua faturação por quatro departamentos (comerciais MF; comerciais FL, comerciais RA e marketing infantil) e os demais departamentos (criativos, artes finalistas, administração e estrutura) são departamentos de *staff* que apoiam os principais, torna-se difícil a implementação de um sistema de incentivos baseado no valor. Deste modo, tentou-se calcular o EVA® para cada departamento mas devido á existência destes departamentos de *staff*, não se tornou viável o fazer, ou se repartia os réditos por

todos os departamentos (por exemplo com base na repartição dos custos fixos) ou se alocava os custos dos departamentos de *staff* aos quatro departamentos comerciais. Posto isso, a melhor solução passou por ser calculado o valor global da empresa e fazer um modelo de distribuição de incentivos.

Assim sendo, os criativos e comerciais são departamentos complementares pois se os criativos não criam os comerciais não vendem e se os comerciais não vendem o trabalho dos criativos não tem o retorno desejado, daí a atribuição de 30 % a cada um. Não menos importante o departamento das artes finalistas, que projetam o que os criativos criam mas que foi atribuído uma percentagem de 5 % do valor criado.

Se a empresa criar valor, o mesmo é repartido pelos quatro departamentos de comerciais e dividido pela média do volume de faturação entre 2006-2011. Seguidamente cada departamento principal subdivide-se pelos restantes.

3.2.2.3 Sistema de avaliação de desempenho

Atualmente o sistema de avaliação de desempenho é composto por objetivos meta de faturação, ou seja, se o comercial atingir um determinado valor do volume de faturação recebe um valor pré-definido.

Cada comercial durante o ano de trabalho cria uma listagem de projetos que vão ocorrendo, uns são faturados, outros ficam sem efeito e outros ficam em *standby* para o ano seguinte, o objetivo de faturação anual é imposto e revisto anualmente. Se o comercial conseguir atingir o valor definido recebe um bônus, se não, não recebe nada. O valor de faturação está sujeito a diversas disfunções e fatores externos aos gestores, neste caso a ideia é o gestor quando mais vender mais hipóteses têm de receber o respetivo bônus, mas se o gestor no final do ano vir que já não consegue atingir a meta estipulada tem tendência a desmobilizar projetos para o ano seguinte.

Assim, o sistema de avaliação de desempenho é determinado de uma forma qualitativa, nomeadamente, se a empresa tiver lucro e os objetivos de faturação forem cumpridos, os comerciais/gestores e consequentemente os colaboradores podem receber de um a quatro ordenados.

3.2.2.4 Aplicação do modelo proposto

Através da demonstração de resultados e do balanço foi construído o balanço funcional da Anônima SA por forma a facilitar o cálculo do EVA®.O Quadro 3.10 esquematiza o novo balanço.

Quadro 3.10 Balanço funcional 2006-2011

BALANÇO FUNCIONAL	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Ativo						
<u>Ativo Fixo</u>	83.165,43	72.901,97	42.993,49	87.503,68	111.806,87	34.860,53
Ativo Cíclico						
Existências						
Clientes	1.301.432,11	1.816.589,94	1.140.058,30	1.189.110,35	1.359.733,02	1.612.205,96
Adiantamentos a Fornecedores	10.562,52	11.355,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado	10.786,47	21.822,30	41.795,59	7.387,05	67.064,65	0,00
Acionistas/Sócios	0,00	0,00	5.000,00	0,00	0,00	0,00
Custos Diferidos	79.846,79	86.498,47	287.684,59	372.106,20	322.930,25	53.020,67
<u>Ativo Cíclico</u>	1.402.627,89	1.936.265,71	1.474.538,48	1.568.603,60	1.749.727,92	1.665.226,63
<u>Tesouraria Ativa</u>	552.474,76	288.022,24	233.525,51	126.280,59	56.063,55	25.505,39
Caixa, bancos e títulos negociáveis disponíveis	5.357,10	13.499,86	37.085,09	16.008,69	5.462,92	17.399,66
Outros	547.117,66	274.522,38	196.440,42	110.271,90	50.600,63	8.105,73
<u>Ativo Total</u>	2.038.268,08	2.297.189,92	1.751.057,48	1.782.387,87	1.917.598,34	1.725.592,55
Passivo e Capital Próprio						
<u>Capital Próprio</u>	523.781,27	520.288,72	525.410,18	486.161,45	325.205,95	301.368,40
Equivalentes a capital próprio:						
Provisões p/ riscos e encargos						
Proveitos diferidos						
<u>Capital próprio ajustado</u>	523.781,27	520.288,72	525.410,18	486.161,45	325.205,95	301.368,40
<u>Dívidas a médio e longo prazo</u>	507.799,30	760.435,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passivo Cíclico						
Fornecedores de exploração	206.398,45	356.500,26	299.631,26	435.784,56	596.356,02	371.781,80
Adiantamento de clientes	3.353,40	3.353,40	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado	95.779,07	157.872,48	102.416,81	152.135,60	34.380,43	192.780,96
Outros credores de exploração	368.478,29	286.214,09	45.410,84	78.637,57	309.710,63	256.021,83
Acréscimos de custos	0,00	0,00	178.188,39	280.168,69	224.493,48	330.646,94
<u>Passivo cíclico</u>	674.009,21	803940,23	625647,3	946726,42	1164940,56	1151231,53
<u>Tesouraria Passiva</u>	332.678,30	212.525,97	600.000,00	349.500,00	427.451,83	272.992,62
Capital próprio e alheio	2038268,08	2297189,92	1751057,48	1782387,87	1917598,34	1725592,55

Fonte: Elaboração própria

O primeiro passo para se calcular o EVA® é calcular o NOPAT da Anónima SA, este foi calculado através da fórmula conforme referido no capítulo 2.3, ou seja, vendas-despesas operacionais-impostos.

O Quadro 3.11 reflete o cálculo do NOPAT da Anónima SA.

Quadro 3.11 Cálculo NOPAT Anónima SA

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
RO (resultado operacional)	8.492,55	46.293,44	119.214,39	218.138,54	87.329,36	251.368,49
Taxa efetiva de imposto sobre os lucros(t)	0,64	0,31	0,22	0,21	0,14	0,23
NOPAT=RO*(1-t)	3.085,63	31.736,75	92.852,37	172.851,27	74.897,17	193.880,97

Fonte: Elaboração própria.

Taxa efetiva de imposto sobre os lucros (t) foi calculada dividindo o imposto sobre o rendimento pelos resultados antes impostos.

Vendo a fórmula de cálculo do EVA® ainda de outra forma:

$$\text{EVA}^{\circledR} = (\text{RONA} - \text{WACC}) * \text{CI} \quad (3.1)$$

$$\text{RONA (retorno sobre os ativos líquidos)} = \text{NOPAT} / \text{Ativos líquidos} \quad (3.2)$$

Os ativos líquidos são compostos pela caixa; necessidades de fundo de maneio e pelos ativos fixos.

Se O RONA é superior ao WACC, o EVA® gerado é positivo se ao invés o RONA é inferior ao custo do capital então o EVA® é negativo.

O próximo passo é o cálculo dos capitais investidos.

Seguidamente é apresentado três formas distintas de se calcular os capitais investidos, o Quadro 3.12 reflete esse cálculo.

$$\text{Capitais investidos} = \text{Ativos Fixos} + \text{Necessidades de Fundo de maneo} \quad (3.3)$$

$$(\text{Ativos cíclicos} - \text{Passivos cíclicos}) + \text{Tesouraria Ativa.}$$

Ou

$$\text{Capitais investidos} = \text{Ativo total} - \text{Recursos cíclicos.} \quad (3.4)$$

Ou

$$\text{Capitais investidos} = \text{Capital próprio ajustado} + \text{dívidas de médio/longo prazo} \quad (3.5)$$

$$+ \text{tesouraria passiva}$$

Fonte: Neves (2011: 97)

Todas estas fórmulas apresentadas formam o balanço funcional, assim os valores para estes cálculos foram retirados do balanço funcional elaborado.

Quadro 3.12 Capitais totais investidos

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Total
1 – AF	83.165	72.902	42.993	87.504	111.807	34.861	433.232
2 - NFM (AC-PC)	728.619	1.132.325	848.891	621.877	584.787	513.995	4.430.495
3 – TA	552.475	288.022	233.526	126.281	56.064	25.505	1.281.872
Total dos capitais investidos 1+2+3	1.364.258,87	1.493.249,69	1.125.410,18	835.661,45	752.657,78	574.361,02	6.145.598,99

Ou

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Total
1- Ativo Total	2.038.268	2.297.190	1.751.057	1.782.388	1.917.598	1.725.593	11.512.094
2- RC	674.009	803.940	625.647	946.726	1.164.941	1.151.232	5.366.495
Total dos capitais investidos 1-2	1.364.258,87	1.493.249,69	1.125.410,18	835.661,45	752.657,78	574.361,02	6.145.598,99

Ou

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Total
1-Capital Próprio ajustado	523.781,27	520.288,72	525.410,18	486.161,45	325.205,95	301.368,40	2.682.216
2- Dívidas: Dívidas m/l prazo + Tesouraria Passiva	840.477,60	972.960,97	600.000,00	349.500,00	427.451,83	272.992,62	3.463.383
Total dos capitais investidos 1+2	1.364.258,87	1.493.249,69	1.125.410,18	835.661,45	752.657,78	574.361,02	6.145.598,99

Fonte: Elaboração própria

Os capitais investidos foram aumentando até 2010 começando a reduzir a partir dessa data. Nos primeiros anos de vida da organização esta tem sempre os seus capitais investidos altos uma vez que existe o investimento inicial dos ativos e estes vão sendo depreciáveis ao longo dos anos, neste caso não se verifica isso uma vez que a empresa recorre constantemente a dívidas. A empresa efetua eventos que têm que ser pagos a pronto pagamento e recebe dos clientes a um prazo mais tardio gerando a necessidade de recorrer a dívidas.

Após o cálculo dos capitais investidos, procedeu-se ao cálculo do custo do capital.

O cálculo do custo do capital da Anónima SA, foi calculado segundo o modelo WACC, mas no cálculo do custo do capital próprio (K_e) substituiu-se o β pela inflação.

Existe diversos meios de estimar o custo do capital próprio (K_e) em alternativa do uso do β conforme referido no capítulo 2.3. Vejamos a diversas hipóteses:

- ✓ **A utilização de empresas comparáveis:** A empresa em estudo é uma empresa de marketing e eventos, dentro das empresas portuguesas cotadas em bolsa (PSI20) não existe nenhuma que poderíamos usar o β comparável.
- ✓ **A utilização do beta contábil:** O uso de um β contabilístico em confronto com uma matriz de covariâncias dos bilhetes de tesouro a 10 anos poderia ser uma hipótese mas não se tornava viável uma vez que o β contabilístico é baseado em

dados contabilísticos e estes podem ser manipuláveis, logo também se exclui esta opção.

- ✓ **A utilização de fatores fundamentais (regressão múltipla):** Não se torna uma solução fiável.

Para a empresa não cotada em bolsa em estudo optou-se por um método alternativo de estimação do capital próprio, tal como referido no capítulo 2.3, optou-se pela seguinte fórmula:

$$K_e = [(1 + t_1)(1 + t_2)(1 + t_3)]^{-1} \quad (3.6)$$

Fonte: Martins (2010: 24-25).

Onde,

T1 : [Rendimento real] - corresponde à remuneração real desejada para os capitais próprios (normalmente utiliza-se a taxa de remuneração real de ativos sem risco);

T2: [Prémio de Risco] - consiste no prémio anual de risco. Corresponde à taxa dependente da evolução económica, financeira, global e sectorial do projeto, bem como ao montante total envolvido no projeto;

T3 : [Inflação] - taxa de inflação.

Este modelo incorpora também uma taxa de juro sem risco; um valor esperado da rentabilidade do mercado e um coeficiente de risco, tal como o modelo CAPM apenas se substitui o β pela inflação.

Taxa de juros isenta de risco (T1)

A taxa de juro isenta de risco foi calculada através da estatística do banco de Portugal, nomeadamente a média das taxas mensais de rentabilidade das Obrigações do Tesouro (OT's) no Mercado Secundário, relativo a títulos de taxa fixa por prazo residual de 10

anos, no período de Janeiro de 2006 a Dezembro de 2011. Primeiramente retirou-se a rendibilidade da OT's mensais e posteriormente calculou-se a média anual através das taxas mensais.

O Prémio de Risco do Mercado

O prémio de risco de mercado, o tradicional (Rm-Rf) torna-se difícil de apurar para a empresa em questão, uma vez que a empresa não detém uma carteira de ativos no mercado. Esta taxa deverá ser maior que a taxa de juro isenta de risco (T1 neste caso) uma vez que a medida que aumenta o risco do investimento feito, mais retorno os seus investidores exigirão.

Este retorno torna-se de difícil quantificação, sendo que o prémio de risco de mercado (Rm-Rf) foi apurado segundo uma pesquisa feita no site <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> na área *data sets Risk Premiums for Other Markets*, podemos encontrar os prémios de risco dos diversos países da europa incluindo para Portugal, mas esta base de dados é a partir de Junho de 2012.

Segundo a tabela de Damodaran (2002)⁷ e citado por Koller, Goedhart e Wessels (2005) sugerem que o prémio de risco deve variar entre 4,5% e 5,5% para países ocidentais, assim sendo, optou-se por usar a taxa intermédia de 5 %.

Young e O'Byrne (2003) referem também que nos trabalhos propostos por eles usam usualmente 5 % de prémio de risco de mercado.

Taxa de Inflação

O coeficiente de risco sistemático indica-nos a volatilidade de um ativo em relação ao mercado que está inserido. Uma vez que a empresa não possui títulos negociáveis em bolsa e como não foi viável o uso das diversas hipóteses de estimação do β (utilização de empresas comparáveis; utilização do beta contábil ou a utilização de regressão múltipla) foi usado a taxa de inflação do mercado português.

⁷ DAMODARAN, Aswath - **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2002. ISBN 0-471-41490-5.

Posto isto chegou-se ao seguinte custo de capital próprio:

Quadro 3.13 Custo do capital próprio Anónima SA

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Taxa de rendibilidade sem risco (T1)	10,24%	5,40%	4,21%	4,52%	4,42%	3,92%
Prémio de Risco (T2)	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Inflação (T3)	3,604%	0,116%	0,259%	2,833%	2,573%	2,702%
Ke=((1+T1)*(1+T2)*(1+T3))-1	19,92%	10,80%	9,70%	12,86%	12,46%	12,06%

Fonte: Elaboração própria

Para cálculo do custo de capital alheio utilizou-se a seguinte fórmula:

Gastos e Perdas de Financiamento/ dividas m/l prazo + tesouraria passiva **(3.7)**

O custo do capital da Anónima SA está demonstrado no Quadro 3.14, representado na página seguinte, conforme vimos no capítulo 2.3 o modelo WACC é demonstrado pela seguinte fórmula:

$$K_m = K_e \frac{CP}{CT} + K_d \frac{(1-t) * CA}{CT} \quad (3.8)$$

Onde,

K_m= custo médio do capital líquido de impostos sobre os lucros;

K_d= custo do capital alheio;

K_e= custo do capital próprio;

T= taxa de imposto sobre o lucro;

CP= capital próprio;

CA= capital alheio;

CT= capital total investido.

Quadro 3.14 Custo do capital da Anónima SA

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Custo do capital próprio	19,92%	10,80%	9,70%	12,86%	12,46%	12,06%
Custo do capital alheio	2,88%	1,56%	4,06%	9,74%	6,03%	1,80%
Wacc	8,29%	4,46%	6,22%	10,71%	8,32%	6,99%

Fonte: Elaboração própria

Análise do WACC:

O WACC foi maior no ano de 2008 uma vez que houve um aumento do custo de capital alheio, mais concretamente um novo financiamento.

Se o WACC desce o EVA® deverá aumentar, criando assim mais valor, e uma redução de custos faz o aumento da eficácia dos ativos.

O EVA® *spread* é calculado através da seguinte fórmula:

$$\text{EVA}^{\circ} \text{ spread} = \text{Rentabilidade dos capitais investidos (RCI)} - \text{WACC} \quad (3.9)$$

E a rentabilidade dos capitais investidos (RCI) foi calculada através da seguinte fórmula:

$$\text{RCI} = \frac{\text{Resultado operacional} * (1 - \text{Taxa efetiva de imposto sobre os lucros})}{\text{capitais investidos}} \quad (3.10)$$

Assim, é apresentado seguidamente duas formas de calcular o EVA® que estão representadas no Quadro 3.15:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{Capitais Investidos} * \text{WACC} \quad (3.11)$$

Ou,

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} + \text{Capitais Investidos}) \quad (3.12)$$

Quadro 3.15 Análise do EVA®

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Capitais Investidos (CI)	1.364.258,87	1.493.249,69	1.125.410,18	835.661,45	752.657,78	574.361,02
Rentabilidade dos capitais investidos (RCI)	0,23%	2,13%	8,25%	20,68%	9,95%	33,76%
Custo do capital próprio	19,92%	10,80%	9,70%	12,86%	12,46%	12,06%
Custo do capital alheio	2,88%	1,56%	4,06%	9,74%	6,03%	1,80%
Wacc	8,29%	4,46%	6,22%	10,71%	8,32%	6,99%
Spread	-8,07%	-2,34%	2,03%	9,98%	1,63%	26,76%
EVA® = CI*Spread	-110.068,31	-34.882,10	22.882,59	83.388,82	12.252,45	153.723,91

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
NOPAT	3.085,63	31.736,75	92.852,37	172.851,27	74.897,17	193.880,97
Capitais Investidos (CI)	1.364.258,87	1.493.249,69	1.125.410,18	835.661,45	752.657,78	574.361,02
WACC+ CI	113.153,94	66.618,85	69.969,79	89.462,46	62.644,72	40.157,06
EVA®=NOPAT-(WACC+ CI)	-110.068,31	-34.882,10	22.882,59	83.388,82	12.252,45	153.723,91

Fonte: Elaboração própria.

Análise do EVA®:

À medida que o investimento vai sendo amortizado, o capital investindo vai baixando, logo é normal nos primeiros anos do investimento o EVA® seja elevado, este aumentou em 2008 uma vez que efetuou um novo empréstimo aumentando o custo do capital alheio.

Conforme referido no capítulo dois, componentes de cálculo do EVA®, vejamos as diversas influências na variação do EVA®:

- ✓ Se aumenta a parcela EBIT (1-t) e o WACC (*Weighted Average Cost Of Capital*) e o capital investido se mantêm, o EVA® cresce;
- ✓ Se o investimento EBIT (1-t) é maior que o WACC, gera valor;
- ✓ Se reduzir-se o capital, o EVA® cresce;
- ✓ Se alargarmos os períodos nos quais se espera que EBIT (1-t) seja maior que o WACC;
- ✓ Se o negócio é vendido o CI baixa, mas se o *spread* entre EBIT (1-t) e o WACC aumenta, o EVA® cresce.

De acordo com o EVA® gerado ao longo destes períodos procede-se de seguida á distribuição do valor criado pela empresa usando-se a referida no início deste capítulo (Quadro 3.9). Em anexo a este trabalho encontra-se os quadros por ano que dão origem ao Quadro 3.16 refletindo o distribuição do valor gerado pelos demais departamentos.

Quadro 3.16 EVA® gerado

Departamento	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Total
Comerciais FL	-16 213,06	-5 138,13	3 370,60	12 283,17	1 804,79	22 643,53	18 750,90
Comerciais MF	-18 937,25	-6 001,46	3 936,95	14 347,05	2 108,03	26 448,20	21 901,51
Comerciais RA	-19 151,89	-6 069,49	3 981,57	14 509,65	2 131,93	26 747,96	22 149,74
Marketing Infantil	-731,95	-231,97	152,17	554,54	81,48	1 022,26	846,53
Artes Finalistas	-11 006,83	-3 488,21	2 288,26	8 338,88	1 225,25	15 372,39	12 729,74
Administração	-5 503,42	-1 744,10	1 144,13	4 169,44	612,62	7 686,20	6 364,87
Criativos	-33 020,49	-10 464,63	6 864,78	25 016,64	3 675,74	46 117,17	38 189,21
Estrutura	-5 503,42	-1 744,10	1 144,13	4 169,44	612,62	7 686,20	6 364,87
Total	-110 068,31	-34 882,10	22 882,59	83 388,82	12 252,45	153 723,91	127 297,36

Fonte: Elaboração própria.

O departamento de criativos é o que tem maior valor criado pois trabalham para todos os projetos da empresa, a partir de 2010 a empresa deixou de gerar valor.

A segunda parte deste modelo de incentivos é calcular a melhoria esperada de EVA®.

A melhoria esperada é calculada somando ao valor das operações correntes o valor de crescimento futuro.

$$ME = \frac{MVA^{\circ} - (EVA^{\circ} \text{ atual}) * WACC}{WACC} \quad (3.13)$$

Ou,

$$ME = \text{Valor presente do crescimento futuro} * WACC \quad (3.14)$$

Fonte: Adaptado de Young e O'Byrne (2003: 267-268).

O valor de mercado não é uma componente fácil de avaliar para empresas não transacionadas em bolsa, logo para se alcançar o valor da melhoria esperada teríamos que ter esse valor de mercado. Uma alternativa era chegar ao valor da melhoria esperada pelo MVA® mas o MVA® é calculado também com base no valor de mercado. Pelos FGV® também necessitávamos do valor do MVA® e conseqüentemente do valor de mercado. A melhoria esperada da variação dos EVAS®'s futuros é calculada com base num índice de mercado conforme demonstrado por Young e O'Byrne (2003).

Assim sendo, por forma a não inviabilizar o estudo e não aprofundar o mesmo vamos pressupor uma melhoria esperada de 30.000,00 € sem crescimento futuro por forma a demonstrar este modelo.

Deste modo com o quadro de distribuição do valor gerado aplica-se o mesmo á melhoria esperada. O Quadro 3.17 reflete essa distribuição.

Quadro 3.17 Distribuição de melhoria esperada de EVA®

	Departamento Principal	% VN	Valor Criado	Subdepartamentos	%	Incentivo
30.000,00	Comerciais FL	29,46%	8838,00	Comerciais	50%	4.419,00
				Artes Finalistas	10%	883,80
				Administração	5%	441,90
				Criativos	30%	2.651,40
				Estrutura	5%	441,90
				TOTAL	100%	8.838,00
	Comerciais MF	34,41%	10323,00	Comerciais	50%	5.161,50
				Artes Finalistas	10%	1.032,30
				Administração	5%	516,15
				Criativos	30%	3.096,90
				Estrutura	5%	516,15
				TOTAL	100%	10.323,00
	Comerciais RA	34,80%	10440,00	Comerciais	50%	5.220,00
				Artes Finalistas	10%	1.044,00
				Administração	5%	522,00
				Criativos	30%	3.132,00
				Estrutura	5%	522,00
				TOTAL	100%	10.440,00
	Marketing Infantil	1,33%	399,00	Comerciais	50%	199,50
				Artes Finalistas	10%	39,90
				Administração	5%	19,95
				Criativos	30%	119,70
				Estrutura	5%	19,95
				TOTAL	100%	399,00

Melhoria Esperada de EVA®	
Comerciais FL	4.419,00
Comerciais MF	5.161,50
Comerciais RA	5.220,00
Marketing Infantil	199,50
Artes Finalistas	3.000,00
Administração	1.500,00
Criativos	9.000,00
Estrutura	1.500,00
Total	30.000,00

Fonte: Elaboração própria.

O modelo base escolhido foi o moderno sistema de incentivos baseados no EVA® demonstrado por Young e O'Byrne (2003).

Este modelo tal como referido no capítulo 2.3 rege-se pela seguinte fórmula:

$$\text{Bonificação meta} = \text{meta de bonificação} + Y\%(\text{var. EVA} - \text{ME}) \quad (3.15)$$

Fonte: Young e O'Byrne (2003: 277).

Sendo que,

Y%= Percentagem que incidirá sobre a diferença entre a variação no EVA® e o valor esperado na melhoria do EVA®;

Var. EVA®= Variação de EVA®;

ME= Melhoria esperada.

A meta prémio é recebida se o gestor atingir uma percentagem da melhoria esperada de EVA®, este é calculado através de níveis de remuneração pagos em empresas similares no mercado. Young e O'Byrne (2003). O prémio meta foi definido no valor de 500,00 € por departamento.

O intervalo de EVA® foi calculado da seguinte forma:

$$\text{O intervalo de EVA®} = \text{valor de mercado} * \text{custo do capital} / [(1 + \text{WACC}) / \text{WACC}] \quad (3.16)$$

Após a análise dos diversos componentes do sistema de incentivos originou prémios por departamentos representados nos quadros: Quadro 3.18;Quadro 3.19;Quadro 3.20;Quadro 3.21;Quadro 3.22;Quadro 3.23;Quadro 3.24e Quadro 3.25.

Quadro 3.18 Prémio - Comerciais FL

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Variação do EVA®	-11 074,93	-8 508,74	-8 912,57	10 478,39	-20 838,75	0,00
Melhoria Esperada	4 419,00	4 419,00	4 419,00	4 419,00	4 419,00	0,00
Melhoria em excesso EVA®	-15 493,93	-12 927,74	-13 331,57	6 059,39	-25 257,75	0,00
Meta Prémio	0,00	0,00	500,00	500,00	500,00	0,00
Parcela da melhoria em excesso %	50%	50%	50%	50%	50%	0,00
Prémio=meta prémio+parcela de melhoria em excesso*(variação do EVA®-ME)	-7 746,96	-6 463,87	-6 165,78	3 529,69	-12 128,87	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3.19 Prémio - Comerciais MF

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Variação do EVA®	-12 935,79	-9 938,41	-10 410,10	12 239,01	-24 340,16	0,00
Melhoria Esperada	5 161,50	5 161,50	5 161,50	5 161,50	5 161,50	0,00
Melhoria em excesso EVA®	-18 097,29	-15 099,91	-15 571,60	7 077,51	-29 501,66	0,00
Meta Prémio	0,00	0,00	500,00	500,00	500,00	0,00
Parcela da melhoria em excesso %	50%	50%	50%	50%	50%	0,00
Prémio=meta prémio+parcela de melhoria em excesso*(variação do EVA®-ME)	-9 048,64	-7 549,96	-7 285,80	4 038,76	-14 250,83	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3.20 Prémio - Comerciais RA

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Varição do EVA®	-13 082,40	-10 051,05	-10 528,08	12 377,73	-24 616,03	0,00
Melhoria Esperada	5 220,00	5 220,00	5 220,00	5 220,00	5 220,00	0,00
Melhoria em excesso EVA®	-18 302,40	-15 271,05	-15 748,08	7 157,73	-29 836,03	0,00
Meta Prémio	0,00	0,00	500,00	500,00	500,00	0,00
Parcela da melhoria em excesso %	50%	50%	50%	50%	50%	0,00
Prémio=meta prémio+parcela de melhoria em excesso*(variação do EVA®-ME)	-9 151,20	-7 635,53	-7 374,04	4 078,86	-14 418,02	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3.21 Prémio - Marketing Infantil

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Varição do EVA®	-499,99	-384,14	-402,37	473,06	-940,79	0,00
Melhoria Esperada	199,50	199,50	199,50	199,50	199,50	0,00
Melhoria em excesso EVA®	-699,49	-583,64	-601,87	273,56	-1 140,29	0,00
Meta Prémio	0,00	0,00	500,00	500,00	500,00	0,00
Parcela da melhoria em excesso %	50%	50%	50%	50%	50%	0,00
Prémio=meta prémio+parcela de melhoria em excesso*(variação do EVA®-ME)	-349,74	-291,82	199,07	636,78	-70,14	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3.22 Prémio – AF

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Variação do EVA®	-7 518,62	-5 776,47	-6 050,62	7 113,64	-14 147,15	0,00
Melhoria Esperada	3 000,00	3 000,00	3 000,00	3 000,00	3 000,00	0,00
Melhoria em excesso EVA®	-10 518,62	-8 776,47	-9 050,62	4 113,64	-17 147,15	0,00
Meta Prémio	0,00	0,00	0,00	500,00	0,00	0,00
Parcela da melhoria em excesso %	50%	50%	50%	50%	50%	0,00
Prémio=meta prémio+parcela de melhoria em excesso*(variação do EVA®-ME)	-5 259,31	-4 388,23	-4 525,31	2 556,82	-8 573,57	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3.23 Prémio – Administração

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Variação do EVA®	-3 759,31	-2 888,23	-3 025,31	3 556,82	-7 073,57	0,00
Melhoria Esperada	1 500,00	1 500,00	1 500,00	1 500,00	1 500,00	0,00
Melhoria em excesso EVA®	-5 259,31	-4 388,23	-4 525,31	2 056,82	-8 573,57	0,00
Meta Prémio	0,00	0,00	500,00	500,00	500,00	0,00
Parcela da melhoria em excesso %	50%	50%	50%	50%	50%	0,00
Prémio=meta prémio+parcela de melhoria em excesso*(variação do EVA®-ME)	-2 629,66	-2 194,12	-1 762,66	1 528,41	-3 786,79	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3.24 Prémio – Criativos

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Variação do EVA®	-22 555,86	-17 329,40	-18 151,87	21 340,91	-42 441,44	0,00
Melhoria Esperada	9 000,00	9 000,00	9 000,00	9 000,00	9 000,00	0,00
Melhoria em excesso EVA®	-31 555,86	-26 329,40	-27 151,87	12 340,91	-51 441,44	0,00
Meta Prémio	0,00	0,00	500,00	500,00	500,00	0,00
Parcela da melhoria em excesso %	50%	50%	50%	50%	50%	0,00
Prémio=meta prémio+parcela de melhoria em excesso*(variação do EVA®-ME)	-15 777,93	-13 164,70	-13 075,93	6 670,45	-25 220,72	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3.25 Prémio – Estrutura

Descrição	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Variação do EVA®	-3 759,31	-2 888,23	-3 025,31	3 556,82	-7 073,57	0,00
Melhoria Esperada	1 500,00	1 500,00	1 500,00	1 500,00	1 500,00	0,00
Melhoria em excesso EVA®	-5 259,31	-4 388,23	-4 525,31	2 056,82	-8 573,57	0,00
Meta Prémio	0,00	0,00	500,00	500,00	500,00	0,00
Parcela da melhoria em excesso %	50%	50%	50%	50%	50%	0,00
Prémio=meta prémio+parcela de melhoria em excesso*(variação do EVA®-ME)	-2 629,66	-2 194,12	-1 762,66	1 528,41	-3 786,79	0,00

Fonte: Elaboração própria.

Em suma, o Quadro 3.26 reflete uma previsão do valor dos prémios pagos por departamento se a empresa utiliza-se o EVA® como métrica de sistema de incentivos.

Quadro 3.26 Previsão de pagamento de prémios

Departamento	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Total
Comerciais FL	0,00	0,00	0,00	3 529,69	0,00	0,00	3 529,69
Comerciais MF	0,00	0,00	0,00	4 038,76	0,00	0,00	4 038,76
Comerciais RA	0,00	0,00	0,00	4 078,86	0,00	0,00	4 078,86
Marketing Infantil	0,00	0,00	199,07	636,78	0,00	0,00	835,85
Artes Finalistas	0,00	0,00	0,00	2 556,82	0,00	0,00	2 556,82
Administração	0,00	0,00	0,00	1 528,41	0,00	0,00	1 528,41
Criativos	0,00	0,00	0,00	6 670,45	0,00	0,00	6 670,45
Estrutura	0,00	0,00	0,00	1 528,41	0,00	0,00	1 528,41
Total	0,00	0,00	199,07	24 568,18	0,00	0,00	24 767,25

Fonte: Elaboração própria.

O ano de 2008 seria o ano que originaria um pagamento de prémio maior aos gestores caso a Anónima SA usa-se este modelo de incentivos.

O Quadro 3.27 seguinte reflete o valor global dos prémios pagos na realidade⁸.

Quadro 3.27 Prémios globais pagos Anónima SA 2006-2011.

2011	2010	2009	2008	2007	2006	TOTAL
0,00	0,00	51.414,90	84.965,66	57.183,04	63.491,81	257.055,41

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com o modelo de incentivos proposto apenas se pagaria prémios em 2008 e 2009 uma vez que era os anos que a empresa geraria maior valor criado, na realidade pagou-se 257.055,41 € de prémios ao longo destes ans. Esta diferença de 232.288,16 € deve-se ao fato da empresa em estudo recompensar os seus gestores de acordo com uma percentagem sobre o volume de faturação atingido, mas nem sempre uma elevada

⁸ Valores retirados das atas anuais de aprovação de contas.

faturação se traduz em valor criado, temos que observar se essa margem de lucro também cobre o custo do oportunidade de o acionista ter investido o seu dinheiro no negócio. A grande importância da métrica EVA® é indicar o real valor criado para o acionista, apesar de ter as suas lacunas e também se poder recompensar erradamente os gestores é mais viável que não se olhar para o fato se o retorno do investimento cobre todo o custo do capital ou não.

3.2.2.5 *Conclusão do estudo e considerações finais*

Se aplicado este sistema de incentivos, só no ano de 2008 é que se teria pago prémios aos gestores, a empresa em questão já utiliza muitos incentivos como *plafonds* de visas, combustíveis, viaturas, estacionamento/portagens e participações na empresa que geram benefícios os seus gestores. A nível geral da empresa a mesma proporciona aos seus colaboradores um seguro de saúde e para alguns colaboradores um seguro de vida conforme já referido. Outra forma de incentivo é a realização de festas na organização por forma aos seus colaboradores interagirem sem ser num ambiente trabalhista. Os sistemas de incentivos devem ser usados para incentivar ao crescimento da empresas e avaliar disfunções do sistema de gestão, tornando-se deste modo uma componente importante para a organização e para o seu crescimento futuro. Não existe uma métrica perfeita que possa ser usada na sua plenitude, deve-se procurar as melhores métricas e conjuga-las de forma eficaz, o EVA® não substitui uma boa estratégia apenas auxilia essa estratégia. A aderência a novas métricas em Portugal não é uma tarefa fácil, primeiramente pela nossa cultura e posteriormente pela falta de meios para a experimentação das mesmas. As empresas portuguesas não investem muito na investigação e desenvolvimento pois não têm meios para o fazer.

A gestão baseada no valor define que o valor criado é gerado segundo o mercado de capitais, portanto está sujeita às regras do mercado em que está inserido e hoje em dia as empresas têm que acompanhar essas regras e mudanças do mercado de capitais. Qualquer empresa que pretenda adotar o EVA® como métrica de avaliação de desempenho deve-o fazer do topo da organização e só posteriormente ao resto da empresa. Neste estudo de caso só se aplicaria aos gestores de cada departamento, para se aplicar a toda a organização muito caminho teria que se percorrer. A grande dificuldade neste estudo é apurar o valor da empresa no mercado, sendo que, como foi referido ao longo deste estudo para empresas não cotadas na bolsa de valores este modelo torna-se inviável. Tendo em conta as métricas existentes atualmente na empresa em estudo, o valor da empresa é apurado segundo apenas em valores contabilísticos, este modelo proposto apesar de não determinar com exatidão o valor da empresa no mercado, tem a componente de englobar todo o custo do capital e isso na minha opinião é mais viável que usar apenas os dados contabilísticos. O EVA® é sobretudo uma medida de mensuração, que visa levar os gestores a atingir o interesse do

acionista, apesar de não se conseguir determinar com exatidão o valor da empresa no mercado, este modelo motiva os gestores a procurar a criação de valor para os acionistas.

O principal obstáculo para a implementação desta métrica é o entendimento desta por parte de todos os colaboradores, apesar de só se aplicar a métrica EVA® aos gestores esta deve ser inculcada em toda a organização, se for só o gestor a inculcar esta visão não resulta, toda a empresa deve ter os objetivos do EVA® como sendo uma regra e cultura da empresa.

Algumas críticas ao uso do EVA® é este não ser ajustado à inflação, neste estudo de caso a inflação foi usada como risco sistemático no apuramento do custo do capital próprio ao invés do tradicional beta. O objetivo central deste estudo era demonstrar que o modelo de incentivos baseados no moderno plano do EVA® tem muitas falhas e não se aplica a todas as empresas, apesar disso, é melhor que a empresa incentivar e recompensar os seus colaboradores baseando-se em dados apenas contabilísticos.

Na realidade, os incentivos a atribuir deveriam ser baseados numa exaustiva pesquisa sobre o trabalho desempenhado por cada um dos colaboradores, mas não se consegue controlar todos os colaboradores oito horas diárias, portanto deve-se procurar as melhores métricas para a avaliação de desempenho e isso também varia de organização para organização.

Não podemos esquecer que o estudo de caso é uma investigação empírica dentro do contexto real de um fenómeno, ou de fenómenos. Um estudo de caso visa a ponderação de dados recolhidos de diversas fontes de forma a se poder compreender os factos como um todo. YIN (2005).

O estudo de caso analisado permitiu-me constatar o que foi pesquisado e referido na revisão da literatura efetuada sobre este tema, sistema de incentivos baseados no valor. Só com a aplicação prática deste tema consegui perceber os reais problemas da implementação do EVA® como sistema de incentivos.

4 CONCLUSÃO

As organizações atualmente enfrentam diversas dificuldades para conseguir sobreviver no mercado devido a situação económica que Portugal atravessa. Os colaboradores são o fator chave da organização, são estes que podem fazer a diferença se estiverem motivados e se aplicarem os seus esforços em estratégias bem delineadas. Inicialmente, o sistema de incentivos era visto apenas como uma estratégia de atingimento de objetivos baseados em metas orçamentais, atualmente a definição de um sistema de incentivos vai para além disso, visa a criação de valor e não o simples atingimento de metas.

Após uma extensa revisão bibliográfica pode concluir que a melhor métrica de avaliação de performance é o EVA®, este tem como objetivo levar os colaboradores/gestores a assumirem riscos como se de acionistas se tratassem e assim criar valor. Assim, esta investigação pretende ser um incentivo para a implementação de uma nova cultura nas organizações, uma cultura baseada no valor.

O EVA® foi ganhando ao longo destes últimos anos uma importância no contexto empresarial cada vez mais importante, sendo que se elucidou aos acionistas a necessidade de se perceber o real valor criado. Em Portugal, esta medida tem vindo a ser implementada como sistema de avaliação e desempenho mas ainda não está totalmente divulgada. Esta falta de aderência deve-se á falta de desconhecimento por parte dos gestores e acionistas dos seus benefícios, bem como as dificuldades de implementação desta métrica. A vantagem de incluir o EVA® como métrica de avaliação de desempenho permite avaliar o valor criado baseado em todo o custo do capital, ou seja, capital próprio e alheio, bem como não é meramente baseado em dados contabilísticos. A nível de determinação do valor de mercado da empresa torna-se de difícil apuramento para empresas não cotadas em bolsa. Como foi visto neste estudo, na empresa em questão não existe empresas comparáveis na bolsa portuguesa. O fato de o PSI20 só abranger poucas empresas restringe este apuramento, deveria haver pelo menos um tipo de empresa por setor cotada na bolsa de valores portuguesa. Estes pontos e outros referidos ao longo do estudo demonstram o longo caminho que esta métrica terá que percorrer para ser aplicada a todos os tipos de empresas em portuguesas.

O EVA® neste sentido deve ser conjugado com outras métricas, servindo assim como um complemento á determinação do valor da empresa.

Futuramente expecta-se que o EVA® ou uma métrica evolutiva, tal como aconteceu com o lucro residual, venha ajudar as empresas a determinar o seu real valor, permitindo deste modo ajustar as medidas destruidoras de valor que geram a falência de muitas empresas portuguesas.

5 REFÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANTHONY, Robert Newton, e GOVINDARAJAN, Vijay - **Management Control Systems**. 12ª Edição. McGraw – Hill Internacional Edition, 2007. ISBN 007-125410-2.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. ; ALLEN, Franklin- **Princípios de Finanças corporativas**. 8ª ed. Brasil: McGraw-Hill, 2008. ISBN obra original 0-07-295723-9.

CAMARA, Pedro Bettencourt - **Os Sistemas de Recompensas e a Gestão Estratégica de Recursos Humanos**. Lisboa: Dom Quixote, 2000. ISBN 972-20-1692-x.

CHIAVENATO, I. – **Gestão de Pessoas – o novo papel dos recursos humanos nas organizações**. 7ª ed., São Paulo: Editora Campus, 2004. ISBN 85-352-0427-X.

CHINGOS, Peter T. -**Paying for Performance: A Guide to Compensation Management**. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002. ISBN 0-471-17690-7.

DAMODARAN, Aswath - **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2002. ISBN 0-471-41490-5.

DRURY, Colin – **Management and Cost Accounting**. 7th ed. London: Thomson, 2008. ISBN 978-1-84480-566-2.

EHRBAR, Al – **EVA Valor Económico Agregado: A Verdadeira Chave para a Criação de Riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. ISBN 85-7303-225-1.

FERREIRA, Domingos – **Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas (Vol.I)**.
Lisboa: Sílabo, ISBN 972-618-281-6.

FERREIRA, Domingos – **Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas (Vol.II)**.
Lisboa: Sílabo, 2002. ISBN 972-618-280-8.

HELPERT, Erich A - **Técnicas de Análise Financeira**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
ISBN: 85-7307-513-9.

HORNGREN, Charles T.; DATAR, Srikant M.; FOSTER, George - **Cost Accounting: A Managerial Emphasis**. 12th ed. New Jersey: Pearson Education, 2006. ISBN 0-13-149538-0.

JORDAN, Hugues; NEVES, João Carvalho das; RODRIGUES, José Azevedo – **O Controlo de Gestão: Ao serviço da Estratégia e dos Gestores**. 4ª ed. Lisboa: Áreas, 2002. ISBN 972-8472-28-5.

JUSTINO, Luís - **Direção Comercial**. Lisboa: Lidel, 2007. ISBN 978-972-757-482-7.

KAPLAN, Robert S.; David, P. Norton - **The strategy focused organization : how balanced scorecard companies thrive in the new business environment**. Boston: Harvard Business School Press, 2001. ISBN:1-57851-250-6.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David - **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 4th ed. New York: John Wiley & Sons, 2005. ISBN 0-471-70218-8.

MARTIN, John D.; PETTY, J. William – **Gestão baseada em valor: a resposta das empresas à revolução dos acionistas.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004. ISBN: 85-7303-364-9.

MARTIN, John D.; PETTY, J. William – **Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution.** Boston: Harvard Business School Press, 2000. ISBN 0-87584-800-1.

NEVES, João Carvalho das – **Avaliação de Empresas e Negócios: Fundamentos, Técnicas e Aplicações.** Lisboa: Editora McGraw-Hill, 2002. 421 p. ISBN 972-773-131-7.

NEVES, João Carvalho das – **Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa.** Lisboa: Texto Editora, 2011. ISBN 978-972-47-4297-7.

NEVES, João Carvalho das – **Análise Financeira: Avaliação do Desempenho Baseada no Valor.** 3ª ed. Lisboa: Texto, 2003. ISBN 972-47-1703-8.

NEVES, João Carvalho das – **Análise Financeira: Técnicas Fundamentais.** 15ª ed. Lisboa: Texto, 2004. ISBN 972-47-2597-9

PORFÍRIO, José António; COUTO, Gualter; LOPES, Manuel Mouta – **Avaliação de Projectos: Da Análise Tradicional às Opções Reais.** Lisboa: Publisher Team, 2004. ISBN 989-601-009-9.

PORTER, Michael E. – **Competitive Advantage.** 2nd ed. New York: Free Press, 1998. ISBN 0-684-84146-0.

RAPPAPORT , Alfred – **Gerando valor para o acionista**. São Paulo: Atlas, 2001. ISBN: 85-224-3027-6.

STEWART, G. Bennett III – **Em busca do valor: o guia de EVA para estrategistas**. Porto Alegre: Bookman, 2005. ISBN: 85-363-0531-2.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F. - **EVA e gestão baseada no valor : guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003. ISBN 85-363-0229-1.

Artigos:

BACILORE, Jeffrey M; BOQUIST, John A; MILBOURN, Todd T. e THAKOR, Anjan V - **The search for the best financial performance measure**. Financial analysts journal. Vol. 53, No. 3 May/June (1997) p.11-20.

BIDDLE, Gary C.; BOWEN, Robert M.; WALLACE, James S. - **Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values**. Journal of Accounting and Economics 24 (1997) pp 301-336. ISBN PII S 0 1 6 5 - 4 1 0 1 (9 8) 0 0 0 1 0 – X.

BONNER, Sarah E ;SPRINKLE, Geoffrey B. - **The effects od monetary incentives on effort and task performance:theries,evidence, and a framework for reserch**. Accounting, Organizations and Society, Volume 27, Issues 4–5, May–July (2002) pp 303-345.

CARVALHO, Isabel Ribeiro de – **Gestão baseada no valor**. Revista TOC, Fevereiro (2008) pp.50-59.

DEARDEN, John. - **Measuring profit center managers**. Harvard Business Review, v. 65, n. 5, Sep./Oct. (1987) p. 84-88.

HALL, B.J., - **What you need to know about stock options.** Harvard Business Review. Vol. 78, (2000) pp. 121-129.

HAMEL, Gary., e PRAHALAD, C.K - **Strategic intent.** Harvard Business Review 67 (3) (1989) pp. 63-78.

HOPE, Jeremy ;FRASER,Robin -**Beyond Budgeting.** Strategic Finance, October (2000) pp. 30-35.

JANSEN, E. Pieter; MERCHANT, Kenneth A.; STEDE, Wim A. Van der - **National differences in incentive compensation practices: The differing roles of financial performance measurement in the United States and the Netherlands.** Contabilidade, Organizações e Sociedade 34 (1) (2009) pp. 58-84 .

JENSEN, Michael - **Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers.** American Economic Review, vol. 76, No. 2, Maio (1986) pp 323-329.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H - **Theory of the firm:managerial behavior, agency costs and ownership.** Jornal de Economia Financeira, V. 3, n ° 4 Outubro (1976) pp 305-360.

RAPPAPORT, Alfred - **New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance.** Harvard Business Review March-April (1999) pp 91-101.

SINGER James A., MILLAR, Devin L. - **Value-Based Management Done Right: The EVA Implementation at Harsco.** Sern Stewart & Company, Vol. 5, Issue 1. April (2003).

SLUTZ, René M. - **Managerial Discretion and Optimal Financing Policies.** Journal of Financial Economics, 26 (1990) pp. 3-27.

YIN, Robert K. - Estudo de Caso. Planejamento e Métodos. Tradução Daniel Grassi. Porto Alegre: Ed. Bookman, 3ª Ed. 2005. ISBN 8536304626.

Estudos:

LARMAND, François; PONSSARD, Jean-Pierre - **EVA and the Control-Congruence Trade –Off: an Empirical Investigation**. The European Institution for LifeLong Learning, Cahiers de Recherche (2003).

MARTINS, Ana Isabel - **Método alternativo para a estimação do custo do capital próprio – aplicação prática aos indicadores de criação de valor**. Revista da ESGHT, Universidade do Algarve; dos algarves nº 19 -2010. ISSN:0873 – 7347.

NETO, Ramon Martinez Ribeiro; FAMÁ, Rubens – **Beta contabilístico – uma aplicação no mercado financeiro brasileiro**. Universidade de São Paulo; Junho 2001.

Fontes eletrónicas:

Banco de Portugal. [Consultado em 11 de Março de 2013]. Disponível em URL <http://www.bportugal.pt/Mobile/BPStat/Forms/SeriesEstatisticas.aspx>.

Bloomberg. [Consultado em Setembro de 2012 e Agosto de 2013]. Disponível em URL <http://www.bloomberg.com/>.

Comissão do mercado de valores mobiliários. [Consultado em Fevereiro de 2012 e Agosto de 2013]. Disponível em URL <http://www.cmvm.pt>.

Damodaran online. [Consultado em Setembro e Outubro de 2012 e Agosto de 2013]. Disponível em URL <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.

EVA dimerions. [Consultado em Dezembro de 2012]. Disponível em URL <http://evadimensions.com>.

Global rates. [Consultado em 11 de Março de 2013]. Disponível em URL <http://www.pt.global-rates.com/estatisticas-economicas/inflacao/indice-de-precos-ao-consumidor/ipc/portugal.aspx>.

Modelos para análises económicas e financeiras. [Consultado Dezembro de 2012]. Disponível em URL <http://partilhatoc.com.sapo.pt/programas.htm>.

Stern Stewart & CO. [Consultado em Setembro de 2012 e Julho de 2013]. Disponível em URL <http://www.sternstewart.com>.

Value Based Management. [Consultado em Novembro de 2012]. Disponível em URL www.valuebasedmanagement.net.

Outros:

CALDEIRA, Carlos Cabrito – **Apresentações módulo 1 - A contabilidade de gestão e a gestão baseada no valor.** Instituto de contabilidade e administração de Lisboa; Mestrado controlo e gestão dos negócios, disciplina gestão baseada no valor 3º semestre 2011/2012.

CALDEIRA, Carlos Cabrito – **Apresentações módulo 2 – Avaliação da performance empresarial.** Instituto de contabilidade e administração de Lisboa; Mestrado controlo e gestão dos negócios, disciplina gestão baseada no valor 3º semestre 2011/2012.

CALDEIRA, Carlos Cabrito – **Apresentações módulo 3 – Indicadores de performance baseados no valor.** Instituto de contabilidade e administração de Lisboa; Mestrado controlo e gestão dos negócios, disciplina gestão baseada no valor 3º semestre 2011/2012.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 - RESUMO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Dados do Balanço (Ativo)	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais
Ativo Não Corrente												
Ativos Fixos Tangíveis	63.799,95	3,13%	53.536,49	2,33%	42.993,49	2,46%	87.207,98	4,89%	109.408,44	5,71%	31.246,74	1,81%
Propriedades de Investimento	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Ativos Intangíveis	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	295,70	0,02%	2.398,43	0,13%	3.613,79	0,21%
Investimentos Financeiros	19.365,48	0,95%	19.365,48	0,84%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Acionistas/Sócios	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Ativo Não Corrente	83.165,43	4,08%	72.901,97	3,17%	42.993,49	2,46%	87.503,68	4,91%	111.806,87	5,83%	34.860,53	2,02%
Ativo Corrente	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Inventários	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Clientes	1.301.432,11	63,85%	1.816.589,94	79,08%	1.140.058,30	65,11%	1.189.110,35	66,71%	1.359.733,02	70,91%	1.612.205,96	93,43%
Adiantamentos a Fornecedores	10.562,52	0,52%	11.355,00	0,49%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Estado e Outros entes Públicos	10.786,47	0,53%	21.822,30	0,95%	41.795,59	2,39%	7.387,05	0,41%	67.064,65	3,50%	0,00	0,00%
Acionistas/Sócios	0,00	0,00%	0,00	0,00%	5.000,00	0,29%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Outras Contas a Receber	547.117,66	26,84%	274.522,38	11,95%	196.440,42	11,22%	110.271,90	6,19%	50.600,63	2,64%	8.105,73	0,47%
Diferimentos	79.846,79	3,92%	86.498,47	3,77%	287.684,59	16,43%	372.106,20	20,88%	322.930,25	16,84%	53.020,67	3,07%
Outros Ativos Financeiros	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Caixa e Depósitos Bancários	5.357,10	0,26%	13.499,86	0,59%	37.085,09	2,12%	16.008,69	0,90%	5.462,92	0,28%	17.399,66	1,01%
Total Ativo Corrente	1.955.102,65	95,92%	2.224.287,95	96,83%	1.708.063,99	97,54%	1.694.884,19	95,09%	1.805.791,47	94,17%	1.690.732,02	97,98%
Total do Ativo (Líquido)	2.038.268,08	100,00%	2.297.189,92	100,00%	1.751.057,48	100,00%	1.782.387,87	100,00%	1.917.598,34	100,00%	1.725.592,55	100,00%

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO												
Capital Próprio	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais
Capital Realizado	50.000,00	2,45%	55.000,00	2,39%	55.000,00	3,14%	50.000,00	2,81%	50.000,00	2,61%	50.000,00	2,90%
Ações (quotas) Próprias	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Outros Instrumentos de Capital Próprio	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Prêmios de emissão	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Reservas Legais	12.568,42	2,40%	12.568,42	2,42%	12.568,42	2,39%	12.568,42	2,59%	12.568,42	3,86%	0,00	0,00%
Outras Reservas	452.720,30	86,43%	406.426,86	78,12%	338.627,37	64,45%	205.454,49	42,26%	175.308,17	53,91%	0,00	0,00%
Resultados Transitados	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Excedentes de Revalorização	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Outras Variações de Capital Próprio	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
	515.288,72	91,29%	473.995,28	82,93%	406.195,79	69,98%	268.022,91	47,65%	237.876,59	60,38%	50.000,00	2,90%
Resultado Líquido do Período	8.492,55	0,42%	46.293,44	2,02%	119.214,39	6,81%	218.138,54	12,24%	87.329,36	4,55%	251.368,40	14,57%
Total do Capital Próprio	523.781,27	25,70%	520.288,72	22,65%	525.410,18	30,01%	486.161,45	27,28%	325.205,95	16,96%	301.368,40	17,46%
Passivo	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais
Passivo Não Corrente												
Provisões	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Financiamentos Obtidos	507.799,30	24,91%	760.435,00	33,10%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Outras Contas a Pagar	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Passivo Não Corrente	507.799,30	24,91%	760.435,00	33,10%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Passivo Corrente	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Fornecedores	206.398,45	10,13%	356.500,26	15,52%	299.631,26	17,11%	435.784,56	24,45%	596.356,02	31,10%	371.781,80	21,55%
Adiantamento de Clientes	3.353,40	0,16%	3.353,40	0,15%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Estado e Outros entes Públicos	95.779,07	4,70%	157.872,48	6,87%	102.416,81	5,85%	152.135,60	8,54%	34.380,43	1,79%	192.780,96	11,17%
Acionistas/Sócios	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	138.150,00	7,20%	238.150,00	13,80%
Financiamentos Obtidos	332.678,30	16,32%	212.525,97	9,25%	600.000,00	34,27%	349.500,00	19,61%	427.451,83	22,29%	272.992,62	15,82%
Diferimentos	0,00	0,00%	0,00	0,00%	178.188,39	10,18%	280.168,69	15,72%	224.493,48	11,71%	330.646,94	19,16%
Outras Contas a Pagar	368.478,29	18,08%	286.214,09	12,46%	45.410,84	2,59%	78.637,57	4,41%	171.560,63	8,95%	17.871,83	1,04%
Outros Passivos Financeiros	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Passivo Corrente	1.006.687,51	49,39%	1.016.466,20	44,25%	1.225.647,30	69,99%	1.296.226,42	72,72%	1.592.392,39	83,04%	1.424.224,15	82,54%
Total do Passivo	1.514.486,81	74,30%	1.776.901,20	77,35%	1.225.647,30	69,99%	1.296.226,42	72,72%	1.592.392,39	83,04%	1.424.224,15	82,54%
Total do Capital Próprio e do Passivo	2.038.268,08	100,00%	2.297.189,92	100,00%	1.751.057,48	100,00%	1.782.387,87	100,00%	1.917.598,34	100,00%	1.725.592,55	100,00%

Demonstrações de resultados	2011		2010		2009		2008		2007		2006	
Demonstração Resultados Proveitos	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais
Vendas de Mercadorias e Produtos	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Prestação de Serviços	2.910.659,11	89,96%	3.071.926,22	91,66%	3.248.898,54	91,50%	4.533.821,84	99,40%	4.971.173,22	99,86%	3.725.225,97	99,97%
Variação Nos Inventários da Produção	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Trabalhos para a Própria Entidade	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Subsídios à Exploração	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Reversões	0,00	N/A	0,00	N/A	0,00	N/A	0,00	N/A	0,00	N/A	0,00	N/A
Ganhos por Aumento de Justo Valor	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Outros Rendimentos e Ganhos	324.799,44	10,04%	279.455,53	8,34%	301.874,38	8,50%	27.357,41	0,60%	530,71	0,01%	0,00	0,00%
Juros, Dividas e Outros Rend. Similares	0,00	0,00%	90,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	6.339,39	0,13%	1.062,19	0,03%
Total dos Proveitos	3.235.458,55	100,00%	3.351.471,75	100,00%	3.550.772,92	100,00%	4.561.179,25	100,00%	4.978.043,32	100,00%	3.726.288,16	100,00%
Demonstração Resultados Custos	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais
Custo das Existências Vendidas	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Custo das Matérias Consumidas	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Fornecimentos e Serviços Externos	1.806.267,19	55,97%	1.868.352,23	56,53%	2.109.964,04	61,49%	3.008.705,12	69,28%	3.881.684,74	79,37%	2.543.039,86	73,18%
Gastos com o pessoal	0,00	0,00%	0,00	0,00%	1.173.024,17	34,18%	1.144.185,02	26,35%	902.501,06	18,45%	823.022,61	23,68%
Gastos de Depreciação e de Amortização	39.665,94	1,23%	41.331,49	1,25%	68.158,49	1,99%	75.112,95	1,73%	59.154,52	1,21%	16.689,45	0,48%
Perdas por Imparidade	1.334.084,36	41,34%	1.351.032,90	40,88%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Perdas de Redução de Justo Valor	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Provisões do Período	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Outros Gastos e Perdas	7.854,38	0,24%	8.005,45	0,24%	22.190,82	0,65%	23.854,03	0,55%	7.089,22	0,14%	12.709,17	0,37%
Gastos e Perdas de Financiamento	24.212,75	0,75%	15.222,84	0,46%	24.374,47	0,71%	34.031,00	0,78%	25.788,61	0,53%	4.925,48	0,14%
Imposto sobre o Rendimento	14.881,38	0,46%	21.233,40	0,64%	33.846,54	0,99%	57.152,59	1,32%	14.495,81	0,30%	74.533,10	2,14%
Total dos Custos	3.226.966,00	100,00%	3.305.178,31	100,00%	3.431.558,53	100,00%	4.343.040,71	100,00%	4.890.713,96	100,00%	3.474.919,67	100,00%
Demonstração Resultados	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais	Valores	Percentuais
Resultados Antes Impostos	23.373,93	0,00%	67.526,84	0,00%	153.060,93	0,00%	275.291,13	0,00%	101.825,17	0,00%	325.901,59	0,00%
Resultados Líquidos	8.492,55	0,26%	46.293,44	1,38%	119.214,39	3,36%	218.138,54	4,78%	87.329,36	1,75%	251.368,49	6,75%
Margem Bruta	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%

APÊNDICE 2 - DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2006 – ANÔNIMA SA

2006						
Departamento Principal	% VN	Valor Criado	Subdepartamentos	%	Incentivo	
153.723,91	Comerciais FL	45287,06	Comerciais	50%	22.643,53	
			Artes Finalistas	10%	4.528,71	
			Administração	5%	2.264,35	
			Criativos	30%	13.586,12	
			Estrutura	5%	2.264,35	
			TOTAL	100%	45.287,06	
			Comerciais MF	34,41%	52896,40	Comerciais
				Artes Finalistas	10%	5.289,64
				Administração	5%	2.644,82
				Criativos	30%	15.868,92
				Estrutura	5%	2.644,82
				TOTAL	100%	52.896,40
	Comerciais RA	34,80%	53495,92	Comerciais	50%	26.747,96
				Artes Finalistas	10%	5.349,59
				Administração	5%	2.674,80
				Criativos	30%	16.048,78
				Estrutura	5%	2.674,80
				TOTAL	100%	53.495,92
	Marketing Infantil	1,33%	2044,53	Comerciais	50%	1.022,26
				Artes Finalistas	10%	204,45
				Administração	5%	102,23
			Criativos	30%	613,36	
			Estrutura	5%	102,23	
			TOTAL	100%	2.044,53	

APÊNDICE 3 – DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2007 – ANÔNIMA SA

2007						
	Departamento Principal	% VN	Valor Criado	Subdepartamentos	%	Incentivo
12.252,45	Comerciais FL	29,46%	3609,57	Comerciais	50%	1 804,79
				Artes Finalistas	10%	360,96
				Administração	5%	180,48
				Criativos	30%	1 082,87
				Estrutura	5%	180,48
				TOTAL	100%	3 609,57
	Comerciais MF	34,41%	4216,07	Comerciais	50%	2 108,03
				Artes Finalistas	10%	421,61
				Administração	5%	210,80
				Criativos	30%	1 264,82
				Estrutura	5%	210,80
				TOTAL	100%	4 216,07
	Comerciais RA	34,80%	4263,85	Comerciais	50%	2 131,93
				Artes Finalistas	10%	426,39
				Administração	5%	213,19
				Criativos	30%	1 279,16
				Estrutura	5%	213,19
				TOTAL	100%	4 263,85
	Marketing Infantil	1,33%	162,96	Comerciais	50%	81,48
				Artes Finalistas	10%	16,30
				Administração	5%	8,15
				Criativos	30%	48,89
				Estrutura	5%	8,15
				TOTAL	100%	162,96

APÊNDICE 4 - DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2008 – ANÔNIMA SA

2008					
Departamento Principal	% VN	Valor Criado	Subdepartamentos	%	Incentivo
83.388,82 Comerciais FL	29,46%	24566,34	Comerciais	50%	12.283,17
			Artes Finalistas	10%	2.456,63
			Administração	5%	1.228,32
			Criativos	30%	7.369,90
			Estrutura	5%	1.228,32
			TOTAL	100%	24.566,34
Comerciais MF	34,41%	28694,09	Comerciais	50%	14.347,05
			Artes Finalistas	10%	2.869,41
			Administração	5%	1.434,70
			Criativos	30%	8.608,23
			Estrutura	5%	1.434,70
			TOTAL	100%	28.694,09
Comerciais RA	34,80%	29019,31	Comerciais	50%	14.509,65
			Artes Finalistas	10%	2.901,93
			Administração	5%	1.450,97
			Criativos	30%	8.705,79
			Estrutura	5%	1.450,97
			TOTAL	100%	29.019,31
Marketing Infantil	1,33%	1109,07	Comerciais	50%	554,54
			Artes Finalistas	10%	110,91
			Administração	5%	55,45
			Criativos	30%	332,72
			Estrutura	5%	55,45
			TOTAL	100%	1.109,07

APÊNDICE 5 – DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2009 – ANÔNIMA SA

2009						
Departamento Principal	% VN	Valor Criado	Subdepartamentos	%	Incentivo	
22.882,59	Comerciais FL	29,46%	6741,21	Comerciais	50%	3.370,60
				Artes Finalistas	10%	674,12
				Administração	5%	337,06
				Criativos	30%	2.022,36
				Estrutura	5%	337,06
				TOTAL	100%	6.741,21
	Comerciais MF	34,41%	7873,90	Comerciais	50%	3.936,95
				Artes Finalistas	10%	787,39
				Administração	5%	393,69
				Criativos	30%	2.362,17
				Estrutura	5%	393,69
				TOTAL	100%	7.873,90
	Comerciais RA	34,80%	7963,14	Comerciais	50%	3.981,57
				Artes Finalistas	10%	796,31
				Administração	5%	398,16
				Criativos	30%	2.388,94
				Estrutura	5%	398,16
				TOTAL	100%	7.963,14
	Marketing Infantil	1,33%	304,34	Comerciais	50%	152,17
				Artes Finalistas	10%	30,43
				Administração	5%	15,22
				Criativos	30%	91,30
				Estrutura	5%	15,22
				TOTAL	100%	304,34

APÊNDICE 6 – DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2010 – ANÔNIMA SA

2010						
	Departamento Principal	% VN	Valor Criado	Subdepartamentos	%	Incentivo
34.882,10	Comerciais FL	29,46%	-10276,27	Comerciais	50%	-5.138,13
				Artes Finalistas	10%	-1.027,63
				Administração	5%	-513,81
				Criativos	30%	-3.082,88
				Estrutura	5%	-513,81
				TOTAL	100%	-10.276,27
	Comerciais MF	34,41%	-12002,93	Comerciais	50%	-6.001,46
				Artes Finalistas	10%	-1.200,29
				Administração	5%	-600,15
				Criativos	30%	-3.600,88
				Estrutura	5%	-600,15
				TOTAL	100%	-12.002,93
	Comerciais RA	34,80%	-12138,97	Comerciais	50%	-6.069,49
				Artes Finalistas	10%	-1.213,90
				Administração	5%	-606,95
				Criativos	30%	-3.641,69
				Estrutura	5%	-606,95
				TOTAL	100%	-12.138,97
	Marketing Infantil	1,33%	-463,93	Comerciais	50%	-231,97
				Artes Finalistas	10%	-46,39
				Administração	5%	-23,20
				Criativos	30%	-139,18
				Estrutura	5%	-23,20
				TOTAL	100%	-463,93

APÊNDICE 7 – DISTRIBUIÇÃO DO VALOR CRIADO – 2011 – ANÔNIMA SA

2011					
Departamento Principal	% VN	Valor Criado	Subdepartamentos	%	Incentivo
- 110.068,31	29,46%	-32426,12	Comerciais	50%	-
			Artes Finalistas	10%	16.213,06
			Administração	5%	-3.242,61
			Criativos	30%	-1.621,31
			Estrutura	5%	-9.727,84
			TOTAL	100%	-1.621,31
Comerciais FL	34,41%	-37874,50	Comerciais	50%	-
			Artes Finalistas	10%	18.937,25
			Administração	5%	-3.787,45
			Criativos	30%	-1.893,73
			Estrutura	5%	-
			TOTAL	100%	11.362,35
Comerciais MF	34,80%	-38303,77	Comerciais	50%	-
			Artes Finalistas	10%	19.151,89
			Administração	5%	-3.830,38
			Criativos	30%	-1.915,19
			Estrutura	5%	-
			TOTAL	100%	11.491,13
Comerciais RA	1,33%	-1463,91	Comerciais	50%	-731,95
			Artes Finalistas	10%	-146,39
			Administração	5%	-73,20
			Criativos	30%	-439,17
			Estrutura	5%	-73,20
			TOTAL	100%	-1.463,91
Marketing Infantil					

APÊNDICE 8- MÉDIA OBRIGAÇÕES DO TESOURO

2011:12:00	13,08	122,87	
2011:11:00	11,89		
2011:10:00	11,72		
2011:09:00	11,34		
2011:08:00	10,93		
2011:07:00	12,15		
2011:06:00	10,86		
2011:05:00	9,63		
2011:04:00	9,19		
2011:03:00	7,8		
2011:02:00	7,34		
2011:01:00	6,94		10,24
2010:12:00	6,53	64,75	
2010:11:00	6,91		
2010:10:00	6,05		
2010:09:00	6,08		
2010:08:00	5,31		
2010:07:00	5,49		
2010:06:00	5,54		
2010:05:00	5,02		
2010:04:00	4,78		
2010:03:00	4,31		
2010:02:00	4,56		
2010:01:00	4,17		5,40
2009:12:00	3,91	50,53	
2009:11:00	3,8		
2009:10:00	3,85		
2009:09:00	3,93		
2009:08:00	3,95		
2009:07:00	4,25		
2009:06:00	4,5		
2009:05:00	4,29		
2009:04:00	4,53		
2009:03:00	4,68		
2009:02:00	4,52		

2009:01:00	4,32		4,21
2008:12:00	4	54,23	
2008:11:00	4,35		
2008:10:00	4,56		
2008:09:00	4,66		
2008:08:00	4,69		
2008:07:00	4,95		
2008:06:00	4,96		
2008:05:00	4,6		
2008:04:00	4,52		
2008:03:00	4,36		
2008:02:00	4,27		
2008:01:00	4,31		4,52
2007:12:00	4,47	53,08	
2007:11:00	4,36		
2007:10:00	4,52		
2007:09:00	4,5		
2007:08:00	4,55		
2007:07:00	4,73		
2007:06:00	4,74		
2007:05:00	4,44		
2007:04:00	4,3		
2007:03:00	4,1		
2007:02:00	4,19		
2007:01:00	4,18		4,42
2006:12:00	3,96	46,98	
2006:11:00	3,89		
2006:10:00	3,98		
2006:09:00	3,93		
2006:08:00	4,06		
2006:07:00	4,14		
2006:06:00	4,1		
2006:05:00	4,07		
2006:04:00	4,03		
2006:03:00	3,77		
2006:02:00	3,6		
2006:01:00	3,45		3,92

ANEXOS

Anexo 1 - Demonstrações financeiras 2006

BALANÇO ANALÍTICO				
		Referente a:	01-01-2006 a	31-12-2006
ACTIVO				
				Moeda: EUR
Contas	Nome	Activo Bruto	Amortizações e Ajustamentos	Activo Líquido
IMOBILIZADO				
IMOBILIZAÇÕES INCORPÓREAS:				
431	DESPESAS DE INSTALAÇÃO	4.560,05	1.519,87	3.040,18
432	DESPESAS INVESTIGAÇÃO E DESENVOLVIMENTO	0,00	0,00	0,00
433	PROPRIEDA DE INDUSTRIAL E OUTROS DIREITOS	860,37	286,76	573,61
		5.420,42	1.806,63	3.613,79
IMOBILIZAÇÕES CORPÓREAS:				
424	EQUIPAMENTO DE TRANSPORTE	23.500,00	8.416,67	15.083,33
426	EQUIPAMENTO ADMINISTRATIVO	22.032,84	6.341,67	15.691,17
427	TARAS E VASILHAME	98,78	0,00	98,78
429	OUTRAS IMOBILIZAÇÕES CORPÓREAS	497,94	124,48	373,46
		46.129,56	14.882,82	31.246,74
CIRCULANTE				
DÍVIDAS DE TERCEIROS - CURTO PRAZO:				
211	CLIENTES, C/C	1.612.205,96	0,00	1.612.205,96
262+266/8+221	OUTROS DEVEDORES	8.105,73	0,00	8.105,73
		1.620.311,69	0,00	1.620.311,69
DEPÓSITOS BANCÁRIOS E CAIXA:				
12+13+14	DEPÓSITOS BANCÁRIOS	16.899,66	0,00	16.899,66
11	CAIXA	500,00	0,00	500,00
		17.399,66	0,00	17.399,66
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS:				
271	ACRÉSCIMOS DE PROVEITOS	0,00	0,00	0,00
272	CUSTOS DIFERIDOS	53.020,67	0,00	53.020,67
276	CUSTOS DIFERIDOS	0,00	0,00	0,00
		53.020,67	0,00	53.020,67
	TOTAL DE AMORTIZAÇÕES		16.689,45	
	TOTAL DE AJUSTAMENTOS		0,00	
	TOTAL DO ACTIVO	1.742.282,00	16.689,45	1.725.592,55

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO		
CAPITAL PRÓPRIO		
		Moeda: EUR
Contas	Nome	Valor
51	CAPITAL	50.000,00
		50.000,00
88	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	251.368,40
	TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	301.368,40
PASSIVO		
	<i>DÍVIDAS A TERCEIROS - CURTO PRAZO:</i>	
	<i>EMPRÉSTIMOS POR OBRIGAÇÕES:</i>	
231+12	DÍVIDAS A INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO	272.992,62
221	FORNECEDORES, C/C	371.781,80
251+255	OUTROS ACCIONISTAS (SÓCIOS)	238.150,00
2611	FORNECEDORES IMOBILIZADO, C/C	5.476,97
24	ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	192.780,96
+211	OUTROS CREDORES	12.394,86
213/7	CLIENTES - OUTROS	0,00
		1.093.577,21
	<i>ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS</i>	
273	ACRÉSCIMOS DE CUSTOS	330.631,99
274	PROVEITOS DIFERIDOS	14,95
		330.646,94
	TOTAL DO PASSIVO	1.424.224,15
	TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO	1.725.592,55

Demonstração de Resultados Analítico I		
CUSTOS E PERDAS		
		Moeda: EUR
Contas	Nome	Valor
61	CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS E DAS MATÉRIAS CONSUMIDAS:	
611+612+613+614+615	MERCADORIAS	0,00
616+617+618+619	MATÉRIAS	0,00
		0,00
62	FORNECIMENTOS E SERVIÇOS EXTERNOS	2.543.039,86
	CUSTOS COM O PESSOAL:	
641+642	REMUNERAÇÕES	659.285,19
	ENCARGOS SOCIAIS:	
643+644	PENSÕES	0,00
645+646+647+648+649	OUTROS	163.737,42
		3.366.062,47
662+663	AMORTIZAÇÕES DO IMOBILIZADO CORPÓREO E INCORPÓREO	16.689,45
666+667	AJUSTAMENTOS	0,00
67	PROVISÕES	0,00
		16.689,45
63	IMPOSTOS	356,35
65	OUTROS CUSTOS E PERDAS OPERACIONAIS	5.163,92
		5.520,27
	Total (A):	3.388.272,19
682	PERDAS EM EMPRESAS DO GRUPO E ASSOCIADAS	0,00
683+684	AMORTIZAÇÕES E AJUSTAMENTOS DE APLICAÇÕES E INVESTIM	0,00
681+685+686+687+688	JUROS E CUSTOS SIMILARES:	
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00
	OUTROS	4.925,48
		4.925,48
	Total (C):	3.393.197,67
69	CUSTOS E PERDAS EXTRAORDINARIOS	7.188,90
	Total (E):	3.400.386,57
86	IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO DO EXERCÍCIO	74.533,19
	Total (G):	3.474.919,76
88	RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO	251.368,40
		3.726.288,16

Demonstração de Resultados Analítico I		
PROVEITOS E GANHOS		
		Moeda: EUR
Contas	Nome	ANO 2006
711+714+715+716+717+718+719	MERCADORIAS	0,00
712+713	PRODUTOS	0,00
72	PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	3.725.225,97
		3.725.225,97
*	VARIAÇÃO DA PRODUÇÃO	0,00
75	TRABALHOS PARA A PRÓPRIA EMPRESA	0,00
73	PROVEITOS SUPLEMENTARES	0,00
74	SUBSIDIOS À EXPLORAÇÃO	0,00
76	OUTROS PROVEITOS E GANHOS OPERACIONAIS	0,00
77	REVERSÕES DE AMORTIZAÇÕES E AJUSTAMENTOS	0,00
		0,00
	Total (B):	3.725.225,97
782	GANHOS EM EMPRESAS DO GRUPO E ASSOCIADAS	0,00
784	RENDIMENTOS DE PARTICIPAÇÕES DE CAPITAL	0,00
7812+7815+7816+783	RENDIMENTOS TITULOS NEGOCIÁVEIS E OUTRAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS:	0,00
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00
	OUTROS	0,00
814+7817+7818+785+	OUTROS JUROS E PROVEITOS SIMILARES:	0,00
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00
	OUTROS	1.062,19
		1.062,19
	Total (D):	3.726.288,16
79	PROVEITOS E GANHOS EXTRAORDINÁRIOS	0,00
	Total (F):	3.726.288,16
	RESUMO:	
	RESULTADOS OPERACIONAIS: (B)-(A) =	336.953,78
	RESULTADOS FINANCEIROS: (D-B)-(C-A) =	-3.863,29
	RESULTADOS CORRENTES: (D)-(C) =	333.090,49
	RESULTADOS ANTES DE IMPOSTOS: (F)-(E) =	325.901,59
	RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO: (F)-(G) =	251.368,40

Anexo 2 - Demonstrações financeiras 2007

Balanco Analítico II					
ATIVO					
Contas	Nome	ANO 2007			ANO 2006
		Activo Bruto	Amortizações e Ajustamentos	Activo Líquido	Activo Líquido
IM OBLIZADO					
IM OBLIZAÇÕES INCORPÓREAS:					
431	DESPESAS DE INSTALAÇÃO	4.560,05	3.039,77	1520,28	3.040,18
432	DESPESAS INVESTIGAÇÃO E DESENVOLVIMENTO	0,00	0,00	0,00	0,00
433	PROPRIEDADE INDUSTRIAL E OUTROS DIREITOS	1.747,37	869,22	878,15	573,61
434	TRESPASSES	0,00	0,00	0,00	0,00
443+446	IMOBILIZAÇÕES EM CURSO	0,00	0,00	0,00	0,00
449	ADIANTAMENTOS P/CONTA IMOB.INCORPÓREAS	0,00	0,00	0,00	0,00
		6.307,42	3.908,99	2.398,43	3.613,79
IM OBLIZAÇÕES CORPÓREAS:					
421	TERRENOS E RECURSOS NATURAIS	0,00	0,00	0,00	0,00
422	EDIFÍCIOS E OUTRAS CONSTRUÇÕES	0,00	0,00	0,00	0,00
423	EQUIPAMENTO BÁSICO	0,00	0,00	0,00	0,00
424	EQUIPAMENTO DE TRANSPORTE	20.000,00	13.333,34	6.666,66	5.083,33
425	FERRAMENTAS E UTENSÍLIOS	7.785,35	973,17	6.812,18	0,00
426	EQUIPAMENTO ADMINISTRATIVO	151211,35	55.629,53	95.581,82	15.691,17
427	TARAS E VASILHAME	98,78	0,00	98,78	98,78
429	OUTRAS IMOBILIZAÇÕES CORPÓREAS	497,94	248,94	249,00	373,46
442+445	IMOBILIZAÇÕES EM CURSO	0,00	0,00	0,00	0,00
448	ADIANTAMENTOS P/CONTA IMOB.CORPÓREAS	0,00	0,00	0,00	0,00
		179.593,42	70.184,98	109.408,44	31.246,74
DÍVIDAS DE TERCEIROS - CURTO PRAZO:					
211	CLIENTES, C/C	1.359.733,02	0,00	1.359.733,02	162.205,96
212	CLIENTES - TÍTULOS A RECEBER	0,00	0,00	0,00	0,00
213/7	CLIENTES - OUTROS	0,00	0,00	0,00	0,00
218	CLIENTES DE COBRANÇA DUVIDOSA	0,00	0,00	0,00	0,00
252	EMPRESAS INTERLIGADAS	0,00	0,00	0,00	0,00
253+254	EMPRESAS PARTICIPADAS E PARTICIPANTES	0,00	0,00	0,00	0,00
251+255	OUTROS ACCIONISTAS (SÓCIOS)	0,00	0,00	0,00	0,00
229	ADIANTAMENTOS A FORNECEDORES	0,00	0,00	0,00	0,00
2619	ADIANTAMENTOS A FORN. DE IMOBILIZADO	0,00	0,00	0,00	0,00
24	ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	67.064,65	0,00	67.064,65	0,00
262+266/8+221	OUTROS DEVEDORES	50.600,63	0,00	50.600,63	8.105,73
264	SUBSCRITORES DE CAPITAL	0,00	0,00	0,00	0,00
		1.477.398,30	0,00	1.477.398,30	1.620.311,69
DEPÓSITOS BANCÁRIOS E CAIXA:					
12+13+14	DEPÓSITOS BANCÁRIOS	4.665,91	0,00	4.665,91	16.899,66
11	CAIXA	797,01	0,00	797,01	500,00
		5.462,92	0,00	5.462,92	17.399,66
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS:					
271	ACRÉSCIMOS DE PROVEITOS	14.153,38	0,00	14.153,38	0,00
272	CUSTOS DIFERIDOS	308.776,87	0,00	308.776,87	53.020,67
276	ACTIVOS/PASSIVOS IMPOSTOS DIFERIDOS	0,00	0,00	0,00	0,00
		322.930,25	0,00	322.930,25	53.020,67
TOTAL DE AMORTIZAÇÕES			74.093,97		
TOTAL DE AJUSTAMENTOS			0,00		
TOTAL DO ACTIVO		1.991.692,31	74.093,97	1.917.598,34	1.725.592,55

			Moeda: EUR
Balço Analítico II			
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
		ANO 2007	ANO 2006
Contas	Nome	Valor	Valor
CAPITAL PRÓPRIO			
51	CAPITAL	50.000,00	50.000,00
RESERVAS:			
571	RESERVAS LEGAIS	12.568,42	0,00
574 a 579	OUTRAS RESERVAS	175.308,17	0,00
59	RESULTADOS TRANSITADOS	0,00	0,00
		237.876,59	50.000,00
88	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	87.329,36	251.368,40
89	DIVIDENDOS ANTECIPADOS	0,00	0,00
	TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	325.205,95	301.368,40
PASSIVO			
DÍVIDAS A TERCEIROS - CURTO PRAZO:			
EMPRÉSTIMOS POR OBRIGAÇÕES:			
2321	CONVERTÍVEIS	0,00	0,00
2322	NAO CONVERTÍVEIS	0,00	0,00
233	EMPRÉSTIMOS POR TIT. PARTICIP	0,00	0,00
231+12	DÍVIDAS A INSTITUICOES DE CRÉDITO	427.451,83	272.992,62
269	ADIANTAMENTOS P/ CONTA VENDAS	0,00	0,00
221	FORNECEDORES, C/C	596.356,02	371.781,80
228	FORNEC. FACTURAS RECEP E CONF	0,00	0,00
222	FORNECEDORES-TITULOS A PAGAR	0,00	0,00
2612	FORN.DE IMOB.-TITULOS A PAGAR	0,00	0,00
252	EMPRESAS DE GRUPO	0,00	0,00
253+254	EMPRESAS PARTICIPADAS E PARTICIPANTES	0,00	0,00
251+255	OUTROS ACCIONISTAS (SÓCIOS)	138.150,00	238.150,00
219	ADIANTAMENTO DE CLIENTES	0,00	0,00
239	OUTROS EMPRÉSTIMOS OBTIDOS	0,00	0,00
2611+2613	FORNECEDORES IMOBILIZADO, C/C	102.203,80	5.476,97
24	ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	34.380,43	192.780,96
262/5+267/8+211	OUTROS CREDITORES	69.356,83	12.394,86
213/7	CLIENTES - OUTROS	0,00	0,00
		1.367.898,91	1.093.577,21
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS:			
273	ACRÉSCIMOS DE CUSTOS	224.493,48	330.631,99
274	PROVEITOS DIFERIDOS	0,00	14,95
		224.493,48	330.646,94
	TOTAL DO PASSIVO	1.592.392,39	1.424.224,15
	TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO	1.917.598,34	1.725.592,55

Demonstração de Resultados Analítico II			
CUSTOS E PERDAS			
		ANO 2007	ANO 2006
Contas	Nome		
61	CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS E DAS MATÉRIAS CONSUMIDAS:		
611+612+613+614+615	MERCADORIAS	0,00	0,00
616+617+618+619	MATÉRIAS	0,00	0,00
		0,00	0,00
62	FORNECIMENTOS E SERVIÇOS EXTERNOS	3.881.684,74	2.543.039,86
	CUSTOS COM O PESSOAL:		
641+642	REMUNERAÇÕES	727.899,57	659.285,19
	ENCARGOS SOCIAIS:		
643+644	PENSÕES	0,00	0,00
645+646+647+648+649	OUTROS	174.601,49	163.737,42
		4.784.185,80	3.366.062,47
662+663	AMORTIZAÇÕES DO IMOBILIZADO CORPÓREO E INCORPÓREO	59.154,52	16.689,45
666+667	AJUSTAMENTOS	0,00	0,00
67	PROVISÕES	0,00	0,00
		59.154,52	16.689,45
63	IMPOSTOS	191,23	356,35
65	OUTROS CUSTOS E PERDAS OPERACIONAIS	2.530,92	5.163,92
		4.442,15	5.520,27
	Total (A):	4.847.782,47	3.388.272,19
682	PERDAS EM EMPRESAS DO GRUPO E ASSOCIADAS	0,00	0,00
683+684	AMORTIZAÇÕES E AJUSTAMENTOS DE APLICAÇÕES E INVESTIMENTOS FINANCEIROS	0,00	0,00
681+685+686+687+688	JUROS E CUSTOS SIMILARES:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	25.788,61	4.925,48
		25.788,61	4.925,48
	Total (C):	4.873.571,08	3.393.197,67
69	CUSTOS E PERDAS EXTRAORDINÁRIOS	2.647,07	7.188,90
	Total (E):	4.876.218,15	3.400.386,57
86	IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO DO EXERCÍCIO	14.495,81	74.533,19
	Total (G):	4.890.713,96	3.474.919,76
88	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	87.329,36	251.368,40
		4.978.043,32	3.726.288,16

Demonstração de Resultados Analítico II			
PROVEITOS E GANHOS			
		ANO 2007	ANO 2006
Contas	Nome		
711+714+715+716+717+718+719	MERCADORIAS	0,00	0,00
712+713	PRODUTOS	0,00	0,00
72	PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	4.971.173,22	3.725.225,97
	Total (B):	4.971.173,22	3.725.225,97
*	VARIAÇÃO DA PRODUÇÃO	0,00	0,00
75	TRABALHOS PARA A PRÓPRIA EMPRESA	0,00	0,00
73	PROVEITOS SUPLEMENTARES	0,00	0,00
74	SUBSÍDIOS À EXPLORAÇÃO	0,00	0,00
76	OUTROS PROVEITOS E GANHOS OPERACIONAIS	0,00	0,00
77	REVERSÕES DE AMORTIZAÇÕES E AJUSTAMENTOS	0,00	0,00
	Total (B):	4.971.173,22	3.725.225,97
782	GANHOS EM EMPRESAS DO GRUPO E ASSOCIADAS	0,00	0,00
784	RENDIMENTOS DE PARTICIPAÇÕES DE CAPITAL	0,00	0,00
7812+7815+7816+783	RENDIMENTOS DE TÍTULOS NEGOCIÁVEIS E OUTRAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	0,00	0,00
7811+7813+7814+7817+7818+785+78	OUTROS JUROS E PROVEITOS SIMILARES:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	6.339,39	1.062,19
	Total (D):	6.339,39	1.062,19
	Total (D):	4.977.512,61	3.726.288,16
79	PROVEITOS E GANHOS EXTRAORDINÁRIOS	530,71	0,00
	Total (F):	4.978.043,32	3.726.288,16
RESUMO:			
	RESULTADOS OPERACIONAIS: (B)-(A) =	123.390,75	336.953,78
	RESULTADOS FINANCEIROS: (D-B)-(C-A) =	-19.449,22	-3.863,29
	RESULTADOS CORRENTES: (D)-(C) =	103.941,53	333.090,49
	RESULTADOS ANTES DE IMPOSTOS: (F)-(E) =	101.825,17	325.901,59
	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO: (F)-(G) =	87.329,36	251.368,40

Anexo 3 - Demonstrações financeiras 2008

Balço a 31 de Dezembro de 2008					
(Montantes expressos em Euros)					
ACTIVO					
Contas	Nome	ANO 2008			ANO 2007
		Activo Bruto	Amortizações e Ajustamentos	Activo Líquido	Activo Líquido
IMOBILIZADO					
IMOBILIZAÇÕES INCORPÓREAS:					
431	DESPESAS DE INSTALAÇÃO	4.560,05	4.560,05	0,00	1520,28
432	DESPESAS INVESTIGAÇÃO E DESENVOLVIMENTO	0,00	0,00	0,00	0,00
433	PROPRIEDADE INDUSTRIAL E OUTROS DIREITOS	1747,37	1451,67	295,70	878,15
434	TRESPASSES	0,00	0,00	0,00	0,00
443+446	IMOBILIZAÇÕES EM CURSO	0,00	0,00	0,00	0,00
449	ADIANTAMENTOS P/CONTA IMOB.INCORPÓREAS	0,00	0,00	0,00	0,00
		6.307,42	6.011,72	295,70	2.398,43
IMOBILIZAÇÕES CORPÓREAS:					
421	TERRENOS E RECURSOS NATURAIS	0,00	0,00	0,00	0,00
422	EDIFÍCIOS E OUTRAS CONSTRUÇÕES	0,00	0,00	0,00	0,00
423	EQUIPAMENTO BÁSICO	0,00	0,00	0,00	0,00
424	EQUIPAMENTO DE TRANSPORTE	23.300,00	20.412,40	2.887,60	6.666,66
425	FERRAMENTAS E UTENSÍLIOS	12.533,55	2.610,22	9.923,33	6.812,18
426	EQUIPAMENTO ADMINISTRATIVO	193.972,91	119.799,20	74.173,71	95.581,82
427	TARAS E VASILHAME	98,78	0,00	98,78	98,78
429	OUTRAS IMOBILIZAÇÕES CORPÓREAS	497,94	373,38	124,56	249,00
442+445	IMOBILIZAÇÕES EM CURSO	0,00	0,00	0,00	0,00
448	ADIANTAMENTOS P/CONTA IMOB.CORPÓREAS	0,00	0,00	0,00	0,00
		230.403,18	143.195,20	87.207,98	109.408,44
DÍVIDAS DE TERCEIROS - CURTO PRAZO:					
211	CLIENTES, C/C	1.189.110,35	0,00	1.189.110,35	1.359.733,02
212	CLIENTES - TÍTULOS A RECEBER	0,00	0,00	0,00	0,00
213/7	CLIENTES - OUTROS	0,00	0,00	0,00	0,00
218	CLIENTES DE COBRANÇA DUVIDOSA	0,00	0,00	0,00	0,00
252	EMPRESAS INTERLIGADAS	0,00	0,00	0,00	0,00
253+254	EMPRESAS PARTICIPADAS E PARTICIPANTES	0,00	0,00	0,00	0,00
251+255	OUTROS ACCIONISTAS (SÓCIOS)	0,00	0,00	0,00	0,00
229	ADIANTAMENTOS A FORNECEDORES	0,00	0,00	0,00	0,00
2619	ADIANTAMENTOS A FORN.DE IMOBILIZADO	0,00	0,00	0,00	0,00
24	ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	7.387,05	0,00	7.387,05	67.064,65
262+266/8+221	OUTROS DEVEDORES	110.271,90	0,00	110.271,90	50.600,63
264	SUBSCRITORES DE CAPITAL	0,00	0,00	0,00	0,00
		1.306.769,30	0,00	1.306.769,30	1.477.398,30
DEPÓSITOS BANCÁRIOS E CAIXA:					
12+13+14	DEPÓSITOS BANCÁRIOS	15.508,69	0,00	15.508,69	4.665,91
11	CAIXA	500,00	0,00	500,00	797,01
		16.008,69	0,00	16.008,69	5.462,92
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS:					
271	ACRÉSCIMOS DE PROVEITOS	35.344,58	0,00	35.344,58	14.153,38
272	CUSTOS DIFERIDOS	336.761,62	0,00	336.761,62	308.776,87
276	ACTIVOS/PASSIVOS IMPOSTOS DIFERIDOS	0,00	0,00	0,00	0,00
		372.106,20	0,00	372.106,20	322.930,25
TOTAL DE AMORTIZAÇÕES			149.206,92		
TOTAL DE AJUSTAMENTOS			0,00		
TOTAL DO ACTIVO		1.931.594,79	149.206,92	1.782.387,87	1.917.598,34

Balço a 31 de Dezembro de 2008			
(Montantes expressos em Euros)			
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
		ANO 2008	ANO 2007
Contas	Nome	Valor	Valor
CAPITAL PRÓPRIO			
51	CAPITAL	50.000,00	50.000,00
521	VALOR NOMINAL	0,00	0,00
522	DESCONTOS E PREMIOS	0,00	0,00
53	PRESTACOES SUPLEMENTARES	0,00	0,00
54	PREMIOS DE EMISSAO DE AÇÇÕES	0,00	0,00
55	AJUSTAMENTOS PARTES CAPITAL	0,00	0,00
56	RESERVAS DE REAVLIAÇÃO	0,00	0,00
RESERVAS:			
571	RESERVAS LEGAIS	12.568,42	12.568,42
572	RESERVAS ESTATUTÁRIAS	0,00	0,00
573	RESERVAS CONTRATUAIS	0,00	0,00
574 a 579	OUTRAS RESERVAS	205.454,49	175.308,17
59	RESULTADOS TRANSITADOS	0,00	0,00
		268.022,91	237.876,59
88	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCICIO	218.138,54	87.329,36
89	DIVIDENDOS ANTECIPADOS	0,00	0,00
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO		486.161,45	325.205,95
PASSIVO			
DÍVIDAS A TERCEIROS - CURTO PRAZO:			
EMPRÉSTIMOS POR OBRIGAÇÕES:			
2321	CONVERTÍVEIS	0,00	0,00
2322	NAO CONVERTÍVEIS	0,00	0,00
233	EMPRÉSTIMOS POR TIT. PARTICIP	0,00	0,00
231+2	DÍVIDAS A INSTITUICOES DE CRÉDITO	349.500,00	427.451,83
269	ADIANTAMENTOS P/ CONTA VENDAS	0,00	0,00
221	FORNECEDORES, C/C	435.784,56	596.356,02
228	FORNEC. FACTURAS RECEP E CONF	0,00	0,00
222	FORNECEDORES-TITULOS A PAGAR	0,00	0,00
2612	FORN.DE IMOB.-TITULOS A PAGAR	0,00	0,00
252	EMPRESAS DE GRUPO	0,00	0,00
253+254	EMPRESAS PARTICIPADAS E PARTICIPANTES	0,00	0,00
251+255	OUTROS ACCIONISTAS (SÓCIOS)	0,00	138.150,00
219	ADIANTAMENTO DE CLIENTES	0,00	0,00
239	OUTROS EMPRÉSTIMOS OBTIDOS	0,00	0,00
2611+2613	FORNECEDORES IMOBILIZADO, C/C	59.954,51	102.203,80
24	ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	62.135,60	34.380,43
262/5+267/8+2	OUTROS CREDORES	13.683,06	69.356,83
213/7	CLIENTES - OUTROS	0,00	0,00
		1.016.057,73	1.367.898,91
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS:			
273	ACRÉSCIMOS DE CUSTOS	234.725,69	224.493,48
274	PROVEITOS DIFERIDOS	45.443,00	0,00
		280.168,69	224.493,48
TOTAL DO PASSIVO		1.296.226,42	1.592.392,39
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO		1.782.387,87	1.917.598,34

Demonstração de Resultados a 31 de Dezembro de 2008			
(Montantes expressos em Euros)			
CUSTOS E PERDAS			
		ANO 2008	ANO 2007
Contas	Nome		
61	CUSTO MERCADORIAS VENDIDAS MATÉRIAS CONSUMIDAS:		
61+612+613+614+615	MERCADORIAS	0,00	0,00
616+617+618+619	MATÉRIAS	0,00	0,00
		0,00	0,00
62	FORNECIMENTOS E SERVIÇOS EXTERNOS	3.008.705,12	3.881.684,74
	CUSTOS COM O PESSOAL:		
641+642	REMUNERAÇÕES	903.712,27	727.899,57
	ENCARGOS SOCIAIS:		
643+644	PENSÕES	0,00	0,00
645+646+647+648+649	OUTROS	240.472,75	174.601,49
		4.152.890,14	4.784.185,80
662+663	AMORTIZAÇÕES DO IMOBILIZADO CORPÓREO E INCORPÓREO	75.112,95	59.154,52
666+667	AJUSTAMENTOS	0,00	0,00
67	PROVISÕES	0,00	0,00
		75.112,95	59.154,52
63	IMPOSTOS	3.092,87	191,23
65	OUTROS CUSTOS E PERDAS OPERACIONAIS	700,00	2.530,92
		3.792,87	4.442,15
	Total (A):	4.231.795,96	4.847.782,47
682	PERDAS EM EMPRESAS DO GRUPO E ASSOCIADAS	0,00	0,00
683+684	AMORTIZAÇÕES E AJUSTAMENTOS DE APLICAÇÕES E INVESTIMENTOS	0,00	0,00
681+685+686+687+688	JUROS E CUSTOS SIMILARES:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	34.031,00	25.788,61
		34.031,00	25.788,61
	Total (C):	4.265.826,96	4.873.571,08
69	CUSTOS E PERDAS EXTRAORDINARIOS	20.061,16	2.647,07
	Total (E):	4.285.888,12	4.876.218,15
86	IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO DO EXERCÍCIO	57.152,59	14.495,81
	Total (G):	4.343.040,71	4.890.713,96
88	RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO	218.138,54	87.329,36
		4.561.179,25	4.978.043,32

Demonstração de Resultados a 31 de Dezembro de 2008			
(Montantes expressos em Euros)			
PROVEITOS E GANHOS			
		ANO 2008	ANO 2007
Contas	Nome		
71+714+715+716+717+718+719	MERCADORIAS	0,00	0,00
72+723	PRODUTOS	0,00	0,00
72	PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	4.533.821,84	4.971.173,22
		4.533.821,84	4.971.173,22
*	VARIAÇÃO DA PRODUÇÃO	0,00	0,00
75	TRABALHOS PARA A PRÓPRIA EMPRESA	0,00	0,00
73	PROVEITOS SUPLEMENTARES	6.000,00	0,00
74	SUBSIDIOS À EXPLORAÇÃO	0,00	0,00
76	OUTROS PROVEITOS E GANHOS OPERACIONAIS	0,00	0,00
77	REVERSÕES DE AMORTIZAÇÕES E AJUSTAMENTOS	0,00	0,00
	Total (B):	4.539.821,84	4.971.173,22
782	GANHOS EM EMPRESAS DO GRUPO E ASSOCIADAS	0,00	0,00
784	RENDIMENTOS DE PARTICIPAÇÕES DE CAPITAL	0,00	0,00
7812+7815+7816+783	RENDIMENTOS DE TÍTULOS NEGOCIÁVEIS E OUTRAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	0,00	0,00
781+785+786+787+788	OUTROS JUROS E PROVEITOS SIMILARES:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	5.217,77	6.339,39
		5.217,77	6.339,39
	Total (D):	4.545.039,61	4.977.512,61
79	PROVEITOS E GANHOS EXTRAORDINÁRIOS	16.139,64	530,71
	Total (F):	4.561.179,25	4.978.043,32
	RESUMO:		
	RESULTADOS OPERACIONAIS: (B)-(A) =	308.025,88	123.390,75
	RESULTADOS FINANCEIROS: (D)-(C-A) =	-28.813,23	-19.449,22
	RESULTADOS CORRENTES: (D)-(C) =	279.212,65	103.941,53
	RESULTADOS ANTES DE IMPOSTOS: (F)-(E) =	275.291,13	101.825,17
	RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO: (F)-(G) =	218.138,54	87.329,36

Anexo 4 – Demonstrações Financeiras 2009

Balço a 31 de Dezembro de 2009

(Montantes expressos em Euros)

ACTIVO

Contas	Nome	ANO 2009		ANO 2008	
		Activo Bruto	Amortizações e Ajustamentos	Activo Líquido	Activo Líquido
IMOBILIZADO					
IMOBILIZAÇÕES INCORPÓREAS:					
431	DESPEAS DE INSTALAÇÃO	4.560,05	4.560,05	0,00	0,00
432	DESPEAS INVESTIGAÇÃO E DESENVOLVIMENTO	0,00	0,00	0,00	0,00
433	PROPRIDADE INDUSTRIAL E OUTROS DIREITOS	1.747,37	1.747,37	0,00	295,70
434	TRESPASSES	0,00	0,00	0,00	0,00
443+446	IMOBILIZAÇÕES EM CURSO	0,00	0,00	0,00	0,00
449	ADIANTAMENTOS P/CONTA IMOB.INCORPÓREAS	0,00	0,00	0,00	0,00
		6.307,42	6.307,42	0,00	295,70
IMOBILIZAÇÕES CORPÓREAS:					
421	TERRENOS E RECURSOS NATURAIS	0,00	0,00	0,00	0,00
422	EDIFÍCIOS E OUTRAS CONSTRUÇÕES	0,00	0,00	0,00	0,00
423	EQUIPAMENTO BÁSICO	0,00	0,00	0,00	0,00
424	EQUIPAMENTO DE TRANSPORTE	23.300,00	20.825,00	2.475,00	2.887,60
425	FERRAMENTAS E UTENSÍLIOS	12.907,55	4.294,04	8.613,51	9.923,33
426	EQUIPAMENTO ADMINISTRATIVO	216.807,31	185.331,05	31.476,26	74.173,71
427	TARAS E VASILHAME	98,78	0,00	98,78	98,78
429	OUTRAS IMOBILIZAÇÕES CORPÓREAS	937,84	607,90	329,94	124,56
442+445	IMOBILIZAÇÕES EM CURSO	0,00	0,00	0,00	0,00
448	ADIANTAMENTOS P/CONTA IMOB.CORPÓREAS	0,00	0,00	0,00	0,00
		254.051,48	211.057,99	42.993,49	87.207,98
INVESTIMENTOS FINANCEIROS:					
411	EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00	0,00	0,00
412+4131	EMPRÉSTIMOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00	0,00	0,00
412	EMPRESAS ASSOCIADAS	0,00	0,00	0,00	0,00
4122+4132	EMPRÉSTIMOS A EMPRESAS ASSOCIADAS	0,00	0,00	0,00	0,00
413+414+415	TÍTULOS E OUTRAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS	0,00	0,00	0,00	0,00
4123+4133	OUTROS EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS	0,00	0,00	0,00	0,00
441+444	IMOBILIZAÇÕES EM CURSO	0,00	0,00	0,00	0,00
447	ADIANTAMENTOS P/CONTA INVEST.FINANCEIROS	0,00	0,00	0,00	0,00
		0,00	0,00	0,00	0,00
CIRCULANTE					
EXISTÊNCIAS:					
36	MATÉRIAS-PRIMAS,SUBSIDIÁRIAS E DE CONSUMO.	0,00	0,00	0,00	0,00
35	PRODUTOS E TRABALHOS EM CURSO	0,00	0,00	0,00	0,00
34	SUBPRODUTOS,DESPERDÍCIOS, RESÍDUO E REFUGOS.	0,00	0,00	0,00	0,00
33	PRODUTOS ACABADOS E INTERMÉDIOS	0,00	0,00	0,00	0,00
32	MERCADORIAS	0,00	0,00	0,00	0,00
37	ADIANTAMENTOS POR CONTA DE COMPRAS	0,00	0,00	0,00	0,00
		0,00	0,00	0,00	0,00
DÍVIDAS DE TERCEIROS - MÉDIO E LONGO PRAZO:					
211	CLIENTES, C/C	0,00	0,00	0,00	0,00
212	CLIENTES - TÍTULOS A RECEBER	0,00	0,00	0,00	0,00
213/7	CLIENTES - OUTROS	0,00	0,00	0,00	0,00
218	CLIENTES DE COBRANÇA DUVIDOSA	0,00	0,00	0,00	0,00
252	EMPRESAS INTERLIGADAS	0,00	0,00	0,00	0,00
253+254	EMPRESAS PARTICIPADAS E PARTICIPANTES	0,00	0,00	0,00	0,00
251+255	OUTROS ACCIONISTAS (SÓCIOS)	0,00	0,00	0,00	0,00
229	ADIANTAMENTOS A FORNECEDORES	0,00	0,00	0,00	0,00
2619	ADIANTAMENTOS A FORN. DE IMOBILIZADO	0,00	0,00	0,00	0,00
24	ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	0,00	0,00	0,00	0,00
262+266/8+221	OUTROS DEVEDORES	0,00	0,00	0,00	0,00

Balanço a 31 de Dezembro de 2009

(Montantes expressos em Euros)

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO

		ANO 2009	ANO 2008
Contas	Nome	Valor	Valor
CAPITAL PRÓPRIO			
51	CAPITAL	55.000,00	50.000,00
521	VALOR NOMINAL	0,00	0,00
522	DESCONTOS E PREMIO	0,00	0,00
53	PRESTACOES SUPLEMENTARES	0,00	0,00
54	PREMIOS DE EMISSAO DE ACCOES	0,00	0,00
55	AJUSTAMENTOS PARTES CAPITAL	0,00	0,00
56	RESERVAS DE REAVALIAÇÃO	0,00	0,00
RESERVAS:			
571	RESERVAS LEGAIS	12.568,42	12.568,42
572	RESERVAS ESTATUTÁRIAS	0,00	0,00
573	RESERVAS CONTRATUAIS	0,00	0,00
574 a 579	OUTRAS RESERVAS	338.627,37	205.454,49
59	RESULTADOS TRANSITADOS	0,00	0,00
		406.195,79	268.022,91
88	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCICIO	19.214,39	218.138,54
89	DIVIDENDOS ANTECIPADOS	0,00	0,00
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO		525.410,18	486.161,45
PASSIVO			
PROVISÕES PARA RISCOS E ENCARGOS:			
291	PENSÕES	0,00	0,00
292	IMPOSTOS	0,00	0,00
293/8	OUTRAS PROVISÕES PARA RISCOS E ENCARGOS	0,00	0,00
		0,00	0,00
DÍVIDAS A TERCEIROS - MÉDIO E LONGO PRAZO:			
EM PRÉSTIMOS POR OBRIGAÇÕES:			
2321	CONVERTÍVEIS	0,00	0,00
2322	NAO CONVERTÍVEIS	0,00	0,00
233	EMPRÉSTIMOS POR TIT. PARTICIP	0,00	0,00
231+2	DÍVIDAS A INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO	0,00	0,00
269	ADIANTAMENTOS P/ CONTA VENDAS	0,00	0,00
221	FORNECEDORES, C/C	0,00	0,00
228	FORNEC. FACTURAS RECEP E CONF	0,00	0,00
222	FORNECEDORES-TITULOS A PAGAR	0,00	0,00
2612	FORN.DE IMOB.-TITULOS A PAGAR	0,00	0,00
252	EMPRESAS DE GRUPO	0,00	0,00
253+254	EMPRESAS PARTICIPADAS E PARTICIPANTES	0,00	0,00
239	OUTROS EMPRÉSTIMOS OBTIDOS	0,00	0,00
2611	FORNECEDORES IMOBILIZADO, C/C	0,00	0,00
24	ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	0,00	0,00
262/5+267/8+2	OUTROS CREDORES	0,00	0,00
23/7	CLIENTES - OUTROS	0,00	0,00
		0,00	0,00
DÍVIDAS A TERCEIROS - CURTO PRAZO:			
EM PRÉSTIMOS POR OBRIGAÇÕES:			
2321	CONVERTÍVEIS	0,00	0,00
2322	NAO CONVERTÍVEIS	0,00	0,00
233	EMPRÉSTIMOS POR TIT. PARTICIP	0,00	0,00
231+2	DÍVIDAS A INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO	600.000,00	349.500,00
269	ADIANTAMENTOS P/ CONTA VENDAS	0,00	0,00
221	FORNECEDORES, C/C	299.631,26	435.784,56

Demonstração de Resultados a 31 de Dezembro de 2009

(Montantes expressos em Euros)

CUSTOS E PERDAS

		ANO 2009	ANO 2008
Contas	Nome		
61	CUSTO MERCADORIAS VENDIDAS MATÉRIAS CONSUMIDAS:		
61+612+613+614+615	MERCADORIAS	0,00	0,00
616+617+618+619	MATÉRIAS	0,00	0,00
		0,00	0,00
62	FORNECIMENTOS E SERVIÇOS EXTERNOS	2.109.964,04	3.008.705,12
	CUSTOS COM O PESSOAL:		
641+642	REMUNERAÇÕES	927.892,24	903.712,27
	ENCARGOS SOCIAIS:		
643+644	PENSÕES	0,00	0,00
645+646+647+648+649	OUTROS	245.131,93	240.472,76
		3.282.988,21	4.152.890,15
662+663	AMORTIZAÇÕES DO IMOBILIZADO CORPÓREO E INCORPÓREO	68.158,49	75.112,95
666+667	AJUSTAMENTOS	0,00	0,00
67	PROVISÕES	0,00	0,00
		68.158,49	75.112,95
63	IMPOSTOS	5.917,95	3.092,87
65	OUTROS CUSTOS E PERDAS OPERACIONAIS	3.245,00	700,00
		9.162,95	3.792,87
	Total (A):	3.360.309,65	4.231.795,97
682	PERDAS EM EMPRESAS DO GRUPO E ASSOCIADAS	0,00	0,00
683+684	AMORTIZAÇÕES E AJUSTAMENTOS DE APLICAÇÕES E INVESTIMENTOS	0,00	0,00
681+685+686+687+688	JUROS E CUSTOS SIMILARES:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	24.374,47	34.031,00
		24.374,47	34.031,00
	Total (C):	3.384.684,12	4.265.826,97
69	CUSTOS E PERDAS EXTRAORDINARIOS	13.027,87	20.061,16
	Total (E):	3.397.711,99	4.285.888,13
86	IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO DO EXERCÍCIO	33.846,54	57.152,59
	Total (G):	3.431.558,53	4.343.040,72
88	RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO	119.214,39	218.138,54
		3.550.772,92	4.561.179,26

Demonstração de Resultados a 31 de Dezembro de 2009

(Montantes expressos em Euros)

PROVEITOS E GANHOS

		ANO 2009	ANO 2008
Contas	Nome		
711+714+715+716+717+718+719	MERCADORIAS	0,00	0,00
712+713	PRODUTOS	0,00	0,00
72	PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	3.248.898,54	4.533.821,84
		3.248.898,54	4.533.821,84
*	VARIAÇÃO DA PRODUÇÃO	0,00	0,00
75	TRABALHOS PARA A PRÓPRIA EMPRESA	0,00	0,00
73	PROVEITOS SUPLEMENTARES	299.009,26	6.000,00
74	SUBSÍDIOS À EXPLORAÇÃO	0,00	0,00
76	OUTROS PROVEITOS E GANHOS OPERACIONAIS	0,00	0,00
77	REVERSÕES DE AMORTIZAÇÕES E AJUSTAMENTOS	0,00	0,00
	Total (B):	3.547.907,80	4.539.821,84
782	GANHOS EM EMPRESAS DO GRUPO E ASSOCIADAS	0,00	0,00
784	RENDIMENTOS DE PARTICIPAÇÕES DE CAPITAL	0,00	0,00
7812+7815+7816+783	RENDIMENTOS DE TÍTULOS NEGOCIÁVEIS E OUTRAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	0,00	0,00
781+785+786+787+788	OUTROS JUROS E PROVEITOS SIMILARES:		
	RELATIVOS A EMPRESAS DO GRUPO	0,00	0,00
	OUTROS	122	5.217,77
		1,22	5.217,77
	Total (D):	3.547.909,02	4.545.039,61
79	PROVEITOS E GANHOS EXTRAORDINÁRIOS	2.863,90	16.139,64
	Total (F):	3.550.772,92	4.561.179,25

RESUMO:

RESULTADOS OPERACIONAIS: (B)-(A) =	187.598,15	308.025,88
RESULTADOS FINANCEIROS: (D-B)-(C-A) =	-24.373,25	-28.813,23
RESULTADOS CORRENTES: (D)-(C) =	163.224,90	279.212,65
RESULTADOS ANTES DE IMPOSTOS: (F)-(E) =	153.060,93	275.291,12
RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO: (F)-(G) =	119.214,39	218.138,53

Anexo 5 - Demonstrações financeiras 2010

BALANÇO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010

(Montantes expressos em euros)

ACTIVO	Notas	31 Dezembro 2010	31 Dezembro 2009
ACTIVO NÃO CORRENTE:			
Activos fixos tangíveis	5/6	53.536	42.993
Propriedades de investimento			
Activos intangíveis			
Activos biológicos			
Participações financeiras - método da equivalência patrimonial			
Participações financeiras - outros métodos	7	11.865	
Accionistas / sócios			
Outros activos financeiros	7/9	7.500	
Activos por impostos diferidos			
Outros activos não correntes			
Total do activo não corrente		<u>72.902</u>	<u>42.993</u>
ACTIVO CORRENTE:			
Inventários			
Activos biológicos			
Clientes	9	1.816.590	1.140.058
Adiantamentos a fornecedores	13	11.355	10.078
Estado e outros entes públicos	14	21.822	41.796
Accionistas / sócios			
Outras contas a receber	9	274.522	331.920
Diferimentos	10	86.498	142.272
Activos financeiros detidos para negociação			
Outros activos financeiros			
Activos não correntes detidos para venda			
Caixa e depósitos bancários	4/9	<u>13.500</u>	<u>37.085</u>
Total do activo corrente		<u>2.224.288</u>	<u>1.703.209</u>
Total do activo		<u><u>2.297.190</u></u>	<u><u>1.746.202</u></u>
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
CAPITAL PRÓPRIO:			
Capital realizado	11	55.000	50.000
Acções (quotas) próprias			
Outros instrumentos de capital próprio			
Prémios de emissão			
Reservas legais	11	12.568	12.568
Outras reservas	11	406.427	338.627
Resultados transitados			
Ajustamentos em activos financeiros			
Excedentes de revalorização			
Outras variações no capital próprio			
Resultado líquido do período	8	<u>473.995</u>	<u>401.196</u>
Total do capital próprio		<u><u>520.289</u></u>	<u><u>520.410</u></u>
PASSIVO:			
PASSIVO NÃO CORRENTE:			
Provisões			
Financiamentos obtidos	6/12	760.435	600.000
Responsabilidades por benefícios pós-emprego			
Passivos por impostos diferidos			
Outras contas a pagar			
Total do passivo não corrente		<u>760.435</u>	<u>600.000</u>

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS POR NATUREZA
DO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010

(Montantes expressos em euros)

RENDIMENTOS E GASTOS	Notas	31-12-2010	31-12-2009
Vendas e serviços prestados	16	3.071.926	3.248.899
Subsídios à exploração			
Ganhos / perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos			
Variação nos inventários da produção			
Trabalhos para a própria entidade			
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas			
Fornecimentos e serviços externos	17	(1.868.352)	(2.113.819)
Gastos com o pessoal	18	(1.351.033)	(1.173.024)
Imparidade de inventários (perdas / reversões)			
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)			
Provisões (aumentos / reduções)			
Imparidade de investimentos não depreciables / amortizáveis (perdas / reversões)			
Aumentos / reduções de justo valor			
Outros rendimentos e ganhos	20	279.456	301.874
Outros gastos e perdas	21	(8.005)	(22.191)
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos		123.991	241.739
Gastos / reversões de depreciação e de amortização	19	(41.331)	(68.158)
Imparidade de investimentos depreciables / amortizáveis (perdas / reversões)			
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)		82.660	173.580
Juros e rendimentos similares obtidos	22	90	
Juros e gastos similares suportados	22	(15.223)	(20.519)
Resultado antes de impostos		67.527	153.061
Imposto sobre o rendimento do período	8	(21.233)	(33.847)
Resultado líquido do período		46.293	119.214
Resultado das actividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período			
Resultado por acção básico		4	11

Anexo 6 - Demonstrações financeiras 2011

BALANÇO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2011

(Montantes expressos em euros)

ATIVO	Notas	31 Dezembro 2011	31 Dezembro 2010
ATIVO NÃO CORRENTE:			
Ativos fixos tangíveis	5/6	63.800	53.536
Propriedades de investimento			
Ativos intangíveis			
Ativos biológicos			
Participações financeiras - método da equivalência patrimonial			
Participações financeiras - outros métodos	7	11.865	11.865
Acionistas / sócios			
Outros ativos financeiros	7	7.500	7.500
Ativos por impostos diferidos			
Outros ativos não correntes			
Total do ativo não corrente		<u>83.165</u>	<u>72.902</u>
ATIVO CORRENTE:			
Inventários			
Ativos biológicos			
Clientes	9	1.301.432	1.816.590
Adiantamentos a fornecedores	13	10.563	11.355
Estado e outros entes públicos	14	10.786	21.822
Acionistas / sócios			
Outras contas a receber	9	547.118	274.522
Diferimentos	10	79.847	86.498
Ativos financeiros detidos para negociação			
Outros ativos financeiros			
Ativos não correntes detidos para venda			
Caixa e depósitos bancários	4	5.357	13.500
Total do ativo corrente		<u>1.955.103</u>	<u>2.224.288</u>
Total do ativo		<u><u>2.038.268</u></u>	<u><u>2.297.190</u></u>
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
CAPITAL PRÓPRIO:			
Capital realizado	11	50.000	55.000,00
Ações (quotas) próprias			
Outros instrumentos de capital próprio			
Prémios de emissão			
Reservas legais	11	12.568	12.568,42
Outras reservas	11	452.720	406.426,86
Resultados transitados			
Ajustamentos em ativos financeiros			
Excedentes de revalorização			
Outras variações no capital próprio			
Resultado líquido do período		515.289	473.995,28
Total do capital próprio	8	<u>8.493</u>	<u>46.293,44</u>
		<u>523.781</u>	<u>520.288,72</u>
PASSIVO:			
PASSIVO NÃO CORRENTE:			
Provisões			
Financiamentos obtidos	6/12	507.799	760.435
Responsabilidades por benefícios pós-emprego			
Passivos por impostos diferidos			
Outras contas a pagar			
Total do passivo não corrente		<u>507.799</u>	<u>760.435</u>

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS POR NATUREZA
DO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2011

(Montantes expressos em euros)

RENDIMENTOS E GASTOS	Notas	31-12-2011	31-12-2010
Vendas e serviços prestados	15	2.910.659	3.071.926
Subsídios à exploração			
Ganhos / perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos			
Variação nos inventários da produção			
Trabalhos para a própria entidade			
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas			
Fornecimentos e serviços externos	16	(1.806.267)	(1.868.352)
Gastos com o pessoal	17	(1.334.084)	(1.351.033)
Imparidade de inventários (perdas / reversões)			
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)			
Provisões (aumentos / reduções)			
Imparidade de investimentos não depreciables / amortizáveis (perdas / reversões)			
Aumentos / reduções de justo valor			
Outros rendimentos e ganhos	19	324.799	279.456
Outros gastos e perdas	20	(7.854)	(8.005)
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos		87.253	123.991
Gastos / reversões de depreciação e de amortização	18	(39.666)	(41.331)
Imparidade de investimentos depreciables / amortizáveis (perdas / reversões)			
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)		47.587	82.660
Juros e rendimentos similares obtidos	21		90
Juros e gastos similares suportados	21	(24.213)	(15.223)
Resultado antes de impostos		23.374	67.527
Imposto sobre o rendimento do período	8	(14.881)	(21.233)
Resultado líquido do período		8.493	46.293
Resultado das atividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período			
Resultado por ação básico		1	4

Anexo 7 – Inflação Portugal - Inflação IPC português atual e histórico

**Anexo 8 – Taxa de rendibilidade de OT a taxa fixa, por prazo residual - 10 anos
(mensal)**

Anexo 9 – Quadros da empresa e do setor 2011 – Banco de Portugal

Anexo 10– Volume de negócios por departamento Anónima SA

Anexo 11 – Certificado PME líder Anónima SA

