

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



ISCAL

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

ANÁLISE ECONÓMICO-FINANCEIRA NO SETOR
PÚBLICO IBÉRICO DE TRANSPORTE
FERROVIÁRIO: A IMPORTÂNCIA DA ESTRUTURA
DE CAPITAL E SUSTENTABILIDADE EM
EMPRESAS COMO A CP E A RENFE

Rui Pedro Serra Paulino

Lisboa, janeiro de 2022

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

ANÁLISE ECONÓMICO-FINANCEIRA NO SETOR
PÚBLICO IBÉRICO DE TRANSPORTE
FERROVIÁRIO: A IMPORTÂNCIA DA ESTRUTURA
DE CAPITAL E SUSTENTABILIDADE EM
EMPRESAS COMO A CP E A RENFE

Rui Pedro Serra Paulino

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Controlo de Gestão e Avaliação de Desempenho, realizada sob a orientação científica da Professora Maria Celeste Filipe, Especialista em Finanças Empresariais no Instituto Politécnico de Lisboa.

Constituição do Júri:

Prof^ª. Doutora Maria do Rosário Justino

Prof^ª. Doutora Sónia Bentes

Prof^ª. Especialista Maria Celeste Filipe

Lisboa, janeiro de 2022

Declaro ser o autor 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 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.

Agradecimentos

Aos meus pais por toda a força e apoio ao longo de toda a minha vida acadêmica e por toda a paciência demonstrada nos bons e, principalmente, nos momentos menos bons.

Aos meus amigos, colegas e Professores por toda ajuda e auxílio ao longo de toda esta caminhada.

À Professora Maria Celeste Filipe pela disponibilidade e orientação ao longo de todo o processo.

Resumo

A pandemia do COVID-19 teve um impacto gigantesco na economia, e o setor dos transportes não foi exceção, com a alteração dos hábitos sociais e laborais, o trabalho remoto aumentou, o que levou a uma diminuição das deslocações, mas também levou a um aumento do transporte particular devido ao receio do contágio, desta forma, o aumento da eficiência e a sustentabilidade do setor dos transportes são cada vez mais importantes.

O Setor Empresarial do Estado (SEE), é constituído pelas empresas, instituições ou serviços, em diversos setores de atividade, que são considerados de utilidade pública, e que constituem uma ferramenta fundamental para toda sociedade.

Ao longo das últimas décadas, grande parte das empresas de transporte do SEE, tem apresentado resultados negativos, obrigando-as a recorrerem a diversos financiamentos por parte do Estado Português, que vão por sua vez deteriorando as suas contas e colocando em causa a sua sustentabilidade.

A maior empresa de transporte ferroviário portuguesa é a CP, e é um dos casos mencionados anteriormente, isto é, tem vindo obter constantes resultados negativos, ano após ano, efeito de graves problemas no seu ciclo de exploração, em que o seu volume de negócios (VN) não consegue absorver todos os seus custos operacionais.

Por sua vez, a RENFE, a maior empresa de transporte ferroviário espanhola e da península ibérica, apesar de ter elevado custos operacionais, consegue gerar resultados positivos, demonstrando que apesar do seu principal objetivo ser a prestação de um serviço de interesse público, a empresa também pode ser sustentável.

Esta dissertação tem como objetivo fazer uma análise económico-financeira das principais empresas públicas do setor do transporte ferroviário em Portugal e Espanha, CP e RENFE, respetivamente, analisando as suas estruturas de capital, bem como a sua sustentabilidade.

Palavras-Chave: estrutura de capital, sustentabilidade, empresas de transporte ferroviário, CP, RENFE

Abstract

The pandemic of COVID-19 had a huge impact on the economy, and the transport sector was no exception, with changing social and work habits, remote working increased, which led to a decrease in travel, but also led to an increase in private transport due to fear of contagion, thus increasing the efficiency and sustainability of the transport sector is increasingly important.

The business sector of the State is made up of companies, institutions or services, in various sectors of activity, which are considered of public utility, and which constitute a fundamental tool for all of society.

Over the last decades, a large part of the transport companies of the State business sector has presented negative results, forcing them to resort to financing by the Portuguese State, which in turn has deteriorated their accounts and put their sustainability in question.

The largest portuguese rail transport company is CP, and is one of the cases mentioned above, that is, it has been obtaining constant negative results, year after year, effect of serious problems in its operating cycle, in which its turnover cannot absorb all its operating costs.

In turn, RENFE, the largest rail transport company in Spain and the Iberian Peninsula, despite having high operating costs, manages to generate positive results, demonstrating that although its main objective is to provide a service of public interest, the company can also be sustainable.

This dissertation aims to make an economic and financial analysis of the main public companies of the railway transport sector in Portugal and Spain, CP and RENFE, respectively, analysing their capital structures as well as their sustainability.

Keywords: capital structure, sustainability, railway companies, CP, RENFE

Índice

AGRADECIMENTOS	V
RESUMO.....	VI
ABSTRACT	VII
ÍNDICE.....	VIII
ÍNDICE DE TABELAS.....	X
ÍNDICE DE GRÁFICOS	XII
ÍNDICE DE FIGURAS	XIII
LISTA DE SIGLAS	XIV
1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1. JUSTIFICAÇÃO E RELEVÂNCIA DO TEMA	1
1.2. OBJETO E OBJETIVOS DA INVESTIGAÇÃO	3
2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	4
2.1. TEORIAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL	4
2.1.1. <i>Abordagem Tradicional</i>	6
2.1.2. <i>Teoria Modigliani e Miller</i>	7
2.1.3. <i>Trade Off Theory</i>	9
2.1.3.1. <i>Static Trade-off Theory</i>	10
2.1.3.2. <i>Dynamic Trade-off Theory</i>	11
2.1.4. <i>Pecking Order Theory</i>	11
2.1.5. <i>Custos de Agência</i>	13
2.2. VALOR DA EMPRESA E A TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i>	15
2.3. SUSTENTABILIDADE	17
3. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO	19
3.1. ANÁLISE DO SETOR DOS TRANSPORTES	20
3.2. PLANO FERROVIÁRIO NACIONAL (PFN) 2020-2040.....	22
4. ESTUDO DE CASO.....	23
4.1. CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS	23
4.1.1. <i>CP – Comboios de Portugal, EPE</i>	23

4.1.2.	<i>RENFE Operadora</i>	25
4.2	ANÁLISE ECONÓMICA	27
4.2.1	<i>Importância dos Subsídios à Exploração nos Volumes de Negócios das Empresas do Setor Empresarial do Estado – CP (Portugal) e RENFE (Espanha)</i>	27
4.2.2	<i>Análise das Demonstrações de Resultados das Empresas</i>	29
4.2.3	<i>Evolução e Impacto da rúbrica de FSE no VN das Empresas CP e RENFE Operadora</i>	34
4.2.4	<i>Evolução e Impacto da rúbrica de Gastos com Pessoal no VN das Empresas CP e RENFE Operadora</i>	35
4.2.5	<i>Análise de Rendibilidade</i>	37
4.2.5.1	<i>Rendibilidade da Atividade do Volume de Negócios (VN)</i>	37
4.2.5.2	<i>Rendibilidade Operacional do ALT (ROALT)</i>	38
4.2.5.3	<i>Rendibilidade Líquida dos Capitais Próprios (RCP)</i>	38
4.2.5.4	<i>Modelo Aditivo da Rendibilidade de Capitais Próprios</i>	40
4.2.6	<i>Análise dos riscos internos da empresa</i>	43
4.2.6.1	<i>Risco Económico – Teoria CVR</i>	43
4.2.6.2	<i>Risco Financeiro</i>	44
4.2.6.3	<i>Risco Global (Económico e Financeiro)</i>	45
4.2.7	<i>Síntese da Análise Económica e Sustentabilidade Económica</i>	47
4.3	ANÁLISE FINANCEIRA	49
4.3.1	<i>Acordo entre o Estado Português e a CP em 2015</i>	49
4.3.2	<i>Análise do Balanço: Investimento e Estrutura Financeira das Empresas</i>	49
4.3.3	<i>Análise do equilíbrio financeiro (Médio Longo Prazo e Curto Prazo)</i>	56
4.3.4	<i>Rácio de Liquidez Geral</i>	58
4.3.5	<i>Análise do funcionamento das empresas</i>	59
4.3.5.1	<i>Rácios de Gestão ou Atividade</i>	59
4.3.5.2	<i>Rácios de eficiência</i>	60
4.3.6	<i>Síntese da Análise Financeira: Impacto da Estrutura de Capital e Sustentabilidade Financeira existente nestas empresas</i>	62
5	PERSPETIVAS FUTURAS	64
6	CONCLUSÕES	66
7	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68
8	ANEXOS	78

Índice de Tabelas

Tabela 4.2.2.1. Resultados CP (M€).....	29
Tabela 4.2.2.2. Resultados RENFE (M€).....	31
Tabela 4.2.5.3.1. Rácios de Rendibilidades - CP.....	38
Tabela 4.2.5.3.2. Rácios de Rendibilidades – RENFE.....	39
Tabela 4.2.5.4.1. Comparação entre ROALT e i – CP.....	41
Tabela 4.2.5.4.2. Comparação entre ROALT e i – RENFE.....	42
Tabela 4.2.6.3.1. Rácios Riscos internos da empresa – CP.....	45
Tabela 4.2.6.3.2. Rácios Riscos internos da empresa - RENFE.....	46
Tabela 4.3.2.1. Dados do Investimento e da Estrutura Financeira - CP (M€).....	49
Tabela 4.3.2.2. Peso das principais rubricas - CP (M€).....	50
Tabela 4.3.2.4. Comparação Capital Subscrito e Financiamentos Obtidos - CP (M€).....	52
Tabela 4.3.2.5. Dados do Investimento e da Estrutura Financeira - RENFE (M€).....	53
Tabela 4.3.2.6. Peso das principais rubricas - RENFE (M€).....	53
Tabela 4.3.2.7. Rácios referentes à estrutura capital – CP.....	54
Tabela 4.3.2.8. Rácios referentes à estrutura capital – RENFE.....	55
Tabela 4.3.3.1. Dados do equilíbrio financeiro - CP (M€).....	56
Tabela 4.3.3.2. Tesouraria Líquida - CP (M€).....	57
Tabela 4.3.3.3. Dados do equilíbrio financeiro - RENFE (M€).....	57
Tabela 4.3.3.4. Tesouraria Líquida - RENFE (M€).....	58
Tabela 4.3.4.1. Rácios de Liquidez Geral.....	59
Tabela 4.3.5.2.1. Rácios de Rotação - CP	61
Tabela 4.3.5.2.2. Rácios de Rotação – RENFE.....	61

Tabela 8.1. Demonstrações da Posição Financeira Consolidada - CP 2015-2019 (M€).....	78
Tabela 8.2. Demonstrações consolidadas dos resultados e de outro rendimento integral - CP 2015-2019 (M€).....	79
Tabela 8.3. Detalhe da Rubrica Vendas e Prestações de Serviços – CP 2018-2019 (M€).....	79
Tabela 8.4. Demonstração consolidada dos resultados e de outro rendimento integral - CP 2019 (M€) – Peso das rubricas no VN.....	80
Tabela 8.5. Detalhe do Resultado Financeiro – CP 2015-2019 (M€).....	80
Tabela 8.6. Demonstrações da Posição Financeira Consolidada - RENFE 2015-2019 (M€).....	81
Tabela 8.7. Demonstrações consolidadas dos resultados e de outro rendimento integral – RENFE 2015-2019 (M€).....	82
Tabela 8.8. Demonstração consolidada dos resultados e de outro rendimento integral - RENFE 2019 (M€) – Peso das rubricas no VN.....	82
Tabela 8.9. Detalhe das Vendas e Prestações de Serviços – RENFE 2018-2019 (M€).....	83
Tabela 8.10. Análise Rendibilidade – CP 2015-2019 (M€).....	83
Tabela 8.11. Análise Rendibilidade – RENFE 2015-2019 (M€).....	83
Tabela 8.12. Detalhe dos FSE – RENFE 2018-2019 (M€).....	83

Índice de Gráficos

Gráfico 4.1.1.1. N° de Efetivos 2019 – CP.....	25
Gráfico 4.2.1.1. Peso dos Subsídios à exploração no VN	27
Gráfico 4.2.3.1. Peso dos FSE no VN.....	34
Gráfico 4.2.4.1. N° de Colaboradores VS Gastos com Pessoal - CP.....	35
Gráfico 4.2.4.2. Peso dos Gastos com Pessoal no VN.....	36
Gráfico 4.3.2.3. Capital Subscrito Vs Financiamentos Obtidos - CP (M€).....	51

Índice de Figuras

Figura 2.1 - Evolução dos estudos sobre a estrutura de capital.....	6
--	---

Lista de Siglas

AC – Ativo Corrente

AF – Autonomia Financeira

ADIF - *Administrador de Infraestructuras Ferroviarias*

AGE - *Administración General del Estado*

ALT – Ativo Liquido Total

ANC – Ativo Não Corrente

BCE - Banco Central Europeu

BdP – Banco de Portugal

CMVMC – Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas

CMPC – Custo Médio Ponderado do Capital

CP – Comboios de Portugal, E.P.E

DLCE – Duração Liquida do Ciclo de Exploração

EBIT - *Earnings before interest and taxes*

EBITDA - *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

EP – Empresa Pública

EPE - Entidade Pública Empresarial

EPR - Empresas Públicas Re classificadas

FM – Fundo de Maneio

FMI – Fundo Monetário Internacional

FSE – Fornecimentos e Serviços Externos

GAC – Grau de Alavancagem Combinado

GAF – Grau de Alavancagem Financeiro

GAO – Grau de Alavancagem Operacional

INE - Instituto Nacional de Estatística

IVA – Imposto Sobre o Valor Acrescentado

MB – Margem Bruta

MS – Margem de Segurança

M€ - Milhões de euros

NA – Necessidades Acíclicas

NC – Necessidades Cíclicas

NFM – Necessidades de Fundo de Maneio

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PC – Passivo Corrente

PFN – Plano Ferroviário Nacional

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Ponto Morto Económico

PMI – Prazo Médio Inventários

PMP – Prazo Médio de Pagamentos

PMR – Prazo Médio de Recebimentos

PNC – Passivo Não Corrente

PT – Passivo Total

RA – Recursos Acíclicos

RAI – Resultado Antes de Impostos

RB – Resultado Bruto

RC – Recursos Cíclicos

RCP – Rendibilidade dos Capitais Próprios

RENFE – *Red Nacional de los Ferrocarriles Españoles*

RL – Resultado Líquido

RO – Resultado Operacional

ROA – Rotação do Ativo

ROTAC – Rotação do Ativo Corrente

SARL - Sociedade Anónima de Responsabilidade Limitada

SEE – Setor Empresarial do Estado

TOF – Total Origem de Fundos

TL – Tesouraria Líquida

VN – Volume de Negócios

1. Introdução

A maioria das empresas, nomeadamente as do setor privado, têm como principal objetivo maximizar o seu valor, e quanto melhor for a sua estrutura de capital, mais próximas estarão de atingir a meta delineada. No caso das empresas do SEE, as prestações de serviços fundamentais à sociedade são tão importantes como a maximização do seu lucro, como acontece no setor dos transportes, gestão de infraestruturas ou saúde. O sucesso deste tipo de setores deveria assentar no cumprimento de objetivos ajustados à realidade Portuguesa, melhorando a produtividade, bem como implementando medidas de controlo, economia e redução de custos. Só através desta forma, as empresas do SEE, como a CP, conseguiriam atingir eficácia e eficiência necessária para a retoma económica deste setor.

Para as empresas se financiarem, independentemente do setor onde se inserem, existem duas formas: o financiamento através de capital alheio ou de capitais próprios, e é neste balanceamento que os principais tomadores de decisão das entidades, tentam encontrar a sua estrutura de capital ideal, para a prossecução dos objetivos da empresa.

Na segunda metade do século XX, Modigliani e Miller (1958), abriram caminho ao estudo da estrutura de capital empresarial, ao criarem a teoria da irrelevância da estrutura do capital, esta situação levantou uma das questões mais estudadas em finanças empresariais, qual a estrutura de capital ideal numa empresa. Desde essa altura, diversos investigadores seguiram os seus passos, criando diferentes teorias sobre este tema e que serão abordadas ao longo deste trabalho.

1.1. Justificação e relevância do tema

Segundo Costa, Cruz, Januário, Sarmento e Sousa (2021, p.13), “a rede de infraestruturas de transporte é um elemento central de qualquer sistema económico, constituindo uma alavanca privilegiada para o desenvolvimento, aumento da competitividade e redução de assimetrias”. Ainda para os autores, “o sistema de transportes facilita a mobilidade da mão-de-obra e o acesso dos empregadores a bolsas de emprego e fontes de matérias-primas dispersas”. A “mobilidade assume particular importância como fator de competitividade, não só pelo impacto que tem nos custos logísticos, mas também no desenvolvimento e acessibilidade das populações, com reflexos diretos no seu bem-estar social e económico”, acrescentam Costa *et al.* (2021, p.13).

O SEE, “engloba empresas, serviços ou instituições que, pelas suas características ou importância económica que representam para os cidadãos, são consideradas de interesse público, e desempenham funções que direta ou indiretamente se revelam importantes, ou até mesmo fundamentais, para a sustentabilidade, manutenção ou desenvolvimento da sociedade em que nos inserimos”, segundo o antigo Bastonário da ordem dos contabilistas certificados, Prof. António Domingues de Azevedo, no Anuário do SEE de 2011, p.11.

Ao longo dos últimos anos, grande parte das empresas do SEE tem apresentado constantes resultados negativos, o que por sua vez faz com a sua estrutura de capitais próprios tenha vindo a deteriorar-se ano após ano, pondo em causa a sustentabilidade destas empresas.

No segundo trimestre de 2020, devido à pandemia de COVID-19, o nosso País entrou numa forte recessão económica, e alguns setores como por exemplo o setor dos transportes, acabaram por ver a situação económica danificar-se ainda mais.

Segundo o plano de recuperação económica para Portugal 2020-2030, elaborado pelo consultor governamental Professor António Costa Silva (2020, p. 5), Portugal pode aproveitar esta crise para inverter esta situação económica, e para tal deve-se fazer “uma aposta forte na completção do plano de infraestruturas físicas, em particular da rede ferroviária nacional, para reforçar a sua ligação a Espanha e ao continente europeu”, de forma a melhorar os seus serviços de passageiros e mercadorias, mas também criando uma “rede ferroviária moderna e elétrica que é uma resposta às preocupações ambientais e está alinhada com o futuro”. Por sua vez este investimento, irá funcionar como uma alavanca económica, “arrastando todo o setor da construção dinamizando as empresas nacionais e os fornecedores de equipamentos e serviços e, conseqüentemente, promovendo o emprego.”

Uma das razões que levou à realização deste trabalho, passou pela relevância que as empresas de transporte ferroviário têm no nosso país, e a forma como podem aumentar este nível de importância no futuro, servindo de alavanca para a nossa economia. Mas para tal, empresas como a CP, terão de proceder a algumas reestruturações no seu ciclo de exploração, de forma a que os seus rendimentos consigam suprir os seus gastos, e assim gerar um resultado operacional (RO) positivo constante e sustentável.

1.2. Objeto e objetivos da Investigação

Este trabalho está organizado em oito capítulos. No primeiro capítulo foi feita uma introdução, onde foram abordados quais as principais motivações que levaram à elaboração do mesmo, bem como como quais o objeto e objetivos desta investigação. Na segunda secção encontra-se um enquadramento teórico, onde foi explicado qual o conceito de estrutura de capital e as principais teorias sobre estruturas de capital, de forma cronológica, como são por exemplo, o Teorema de Modigliani e Miller, *Trade-off Theory* ou *Pecking Order Theory*, mas também foram abordados temas relevantes para este trabalho como são o valor das empresas e a sustentabilidade. Na terceira parte foi feito um enquadramento macroeconómico a nível nacional e internacional, uma análise ao setor dos transportes ferroviários, com a informação que foi extraída na central de Balanços do Banco de Portugal (BdP), de forma a perceber qual a importância deste setor na economia nacional, e por último é feita uma abordagem ao Plano Ferroviário Nacional (PFN) 2020-2040. No quarto capítulo, foi feito um estudo de caso, onde começa por ser feita uma apresentação e caracterização da CP e RENFE-Operadora, e em seguida que foi realizada uma análise económica e financeira das duas empresas anteriormente mencionadas, onde foram analisados os seus rácios e rubricas com mais preponderância nas suas contas, com informação extraída dos seus relatórios de contas consolidadas, divulgados entre 2015 e 2019, tendo como intuito fazer comparação internacional, a nível ibérico, entre a maior empresa pública (EP) de transporte ferroviário portuguesa (CP) e a maior EP de transporte ferroviário espanhola (RENFE-Operadora). No quinto capítulo foram apresentadas algumas perspetivas futuras para a evolução do sector quer a nível europeu, quer a nível português e espanhol. No sexto capítulo foi apresentado as principais conclusões a retirar deste trabalho. No capítulo seguinte, encontra-se uma vasta listagem da documentação de suporte à realização deste trabalho. Por fim, no oitavo capítulo estão as tabelas com informação de suporte utilizada na construção das tabelas que são apresentadas ao longo desta tese.

Neste trabalho, a investigação teve como objetivo fazer uma análise económico-financeira empresas do setor do transporte ferroviário, a nível público em Portugal e em Espanha, e apresentar sugestões de melhorias necessárias.

2. Enquadramento Teórico

2.1. Teorias sobre estrutura de capital

Ao longo das últimas décadas tem sido efetuado diversos estudos, em finanças empresariais, com o intuito de encontrar a estrutura de capital ideal nas empresas, criando diferentes teorias sobre este tema e que serão abordadas ao longo deste trabalho.

Para Novo e Vieira (2010), desde que Modigliani e Miller (1958) abordaram pela primeira vez a temática da estrutura de capital, até aos dias de hoje, muitos têm sido os estudos levados a cabo com o intuito de encontrar aquela que será a estrutura ótima de capital de uma empresa, ou seja, aquela que maximize o seu valor. Referem que, ainda não se chegou a um consenso, o que faz com que a referência de Myers (1984) ao “puzzle” da estrutura de capital se mantenha atual nos dias de hoje.

Já para Calil *et al.* (2016), atualmente, existem duas correntes no debate teórico e empírico. Na primeira, a teoria tradicional, que propõe uma estrutura de capital ótima, que é atenuada pelos custos e que tem assim um impacto sobre o valor da empresa. A segunda corrente é conhecida como a teoria da hierarquia das fontes ou *Pecking Order Theory*, segundo a qual o agente económico estabelece uma ordem para a seleção dos recursos, cuja escolha é entre equidade interna, dívida e emissão de ações. Ainda para Calil *et al.* (2016), nos últimos anos, a estrutura de capital tem sido frequentemente aplicada na avaliação das empresas, em que o agente económico estabelece uma ordem para a seleção dos recursos, a escolha entre o capital próprio interno, a dívida e a emissão de ações.

Gomes (2012), afirma que as decisões sobre o financiamento resultam da escolha de um “mix” de fontes de recursos de longo prazo que maximizem o valor dos projetos selecionados e envolvem, direta ou indiretamente, a procura de uma estrutura ótima de capital capaz de minimizar o custo de capital através de uma combinação ideal de capital próprio e capital alheio. Também para autor, apesar da estrutura de capital nas empresas ser um tema bastante debatido pelos vários intervenientes da teoria económica, pode-se afirmar que ainda não foi atingida nenhuma conclusão consensual.

Já para Rebelo (2004), a falta de consenso sobre a forma como as empresas escolhem a sua estrutura de capital, tem levado ao surgimento de novas teorias de investigação que ponderam a inclusão de considerações não financeiras.

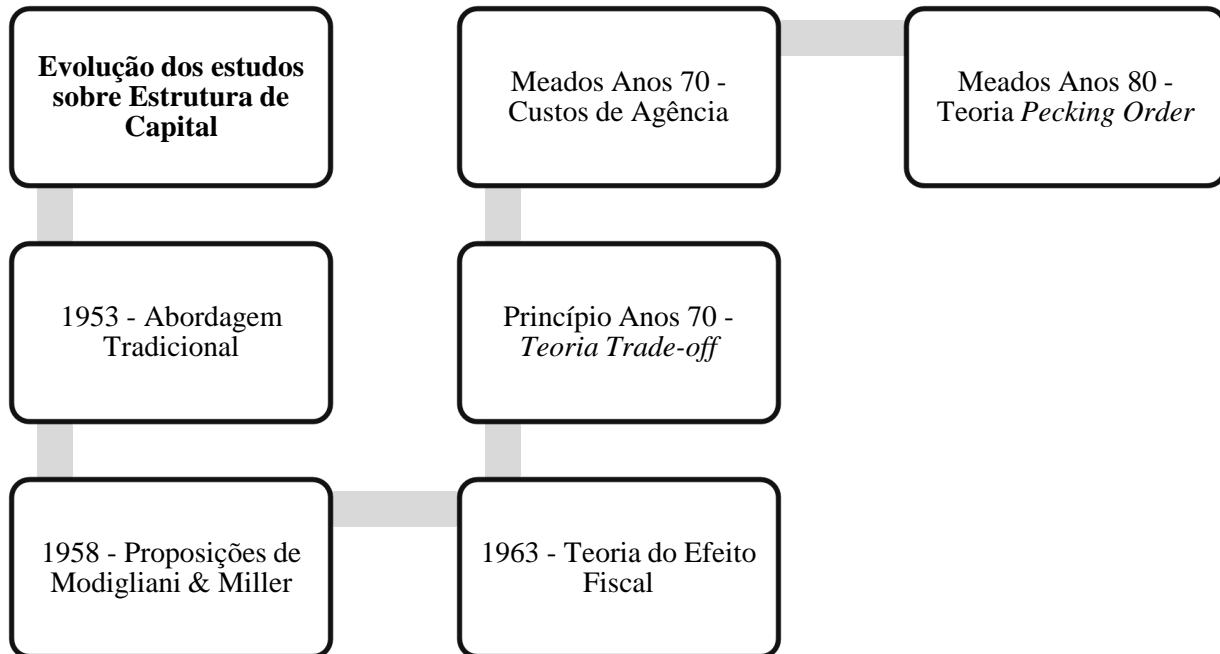
No caso da CP, por se tratar de uma empresa de interesse público, faz com a entidade faça uma prestação de serviços a preços mais baixos do que o preço real, o que leva a que as vendas não consigam cobrir todos os seus custos de atividade. Durante muitos anos, estes resultados não foram compensados pelos subsídios à exploração atribuídos (só a partir de 2019 a empresa voltou a receber subsídios à exploração), desta forma a empresa teve necessidade de contrair capital alheio, através de endividamento bancário para financiar os custos da atividade, o que por sua vez, fez com que a rubrica de gastos financeiros aumentasse progressivamente, contribuindo significativamente para os constantes resultados líquidos negativos da entidade, por conseguinte, tornaram os resultados transitados cada vez mais negativos, ano após ano.

Agrrawal e Gup (1996), citados por Rebelo (2004, p. 378), sugeriram que o “ciclo de vida das empresas pode apresentar-se como uma ferramenta realista e dinâmica no estudo das políticas financeiras seguidas pelas empresas”. Ainda para Rebelo (2004, p. 378), apesar dos inúmeros estudos teóricos e empíricos que se têm desenvolvido nesta área, ainda subsistem algumas questões em aberto, como sejam: “Quais são os determinantes financeiros que explicam o nível de endividamento das empresas? Qual o efeito que cada determinante financeiro exerce sobre a estrutura de capital?”

Concluindo Gomes (2012), que os motivos, que levam as empresas a optarem por determinadas fontes de recursos e consequentemente por determinada estrutura de capital ainda se apresentam muito divergentes e associados a diferentes metodologias utilizadas nas diferentes pesquisas.

Na seguinte imagem (**Figura 2.1**), fica uma evolução cronológica sobre a evolução dos teoremas referentes a estruturas de capitais, que serão abordados com maior detalhe no próximo subcapítulo.

Figura 2.1 Evolução dos estudos sobre a estrutura de capital



Fonte: Elaboração Própria – baseado em Peixoto (2017)

2.1.1. Abordagem Tradicional

Os debates de ideias sobre a estrutura de capital ótima de uma empresa, segundo Corredor e Vargas (2011), começaram a surgir no início dos anos 50, com a abordagem tradicional sobre a estrutura financeira que defendia a ideia de uma combinação ótima entre capital próprio e o capital alheio, a fim de minimizar o custo do patrimônio e maximizar o valor da empresa.

Corredor e Vargas (2011), concluíam que a abordagem tradicional considerava a existência de uma estrutura financeira ótima baseada numa utilização moderada da alavancagem financeira, uma vez que a dívida, sendo uma forma de financiamento mais barata, reduziria o custo médio do capital e aumentaria o valor da empresa.

Ainda para os autores anteriormente mencionados, o artigo de Durand (1952) de título “*Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*”, foi a chave para esta ideia. Este estudo concluía que a utilização da dívida aumentava o valor da empresa, baixando o custo do capital, mas esse aumento do valor de capitais alheios levava por sua vez que o risco de

insolvência aumentasse, levando a que os credores e os acionistas exigissem rendimentos mais elevados, aumentando o custo do capital e assim diminuindo o valor da empresa. Assim sendo, para contrariar esta situação, Durand (1952), acabou por sugerir que a estrutura de capital ótima só poder ser atingida com uma utilização prudente dos capitais alheios.

Para Semedo (2015, p. 3), a abordagem tradicional “resulta assim como um meio-termo entre a abordagem pelo lucro líquido e a abordagem do lucro operacional líquido do estudo de Durand (1952)”.

Na Abordagem pelo lucro líquido, Semedo (2015, p. 4) refere que:

“O custo da utilização de capitais alheios é inferior ao custo da utilização de capitais próprio, à medida que a empresa vai aumentando o nível de capital alheio isso fará com que o custo médio ponderado do capital (CMPC) diminua proporcionalmente. O aumento consecutivo do nível de capital alheio levará a uma aproximação do CMPC ao custo do capital alheio. Esta abordagem defende que a estrutura ótima de capital será adquirida quando o CMPC for igual ao custo do capital alheio.”

Concluindo que esta abordagem pressupõe “uma estrutura de capital composta 100% por capitais alheios ignorando os riscos associados ao aumento do endividamento”.

Para Neto (2019, p. 7), a abordagem do lucro operacional líquido, por sua vez, defende que:

“...não existe uma estrutura de capitais ótima e vem acrescentar o fator “risco de endividamento” à teoria anterior. Estes riscos são tidos em consideração pelos acionistas, que conseqüentemente, vão exigir um aumento proporcional da sua rentabilidade. Este aumento de rentabilidade significa um aumento do custo de capital próprio e conseqüente, leva a que a diminuição do Custo Médio Ponderado de Capital, referida pela abordagem anterior, seja anulada pelo aumento proporcional do custo de capital próprio.”

Reforçando ainda que “esta abordagem considera que não existe uma estrutura de capitais ótima e que o valor da empresa é independente da sua estrutura de capitais”.

2.1.2. Teoria Modigliani e Miller

Na segunda metade do século XX, Modigliani e Miller (1958) elaboraram um artigo que foi pioneiro no que à estrutura de capital diz respeito, com o título “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, com o propósito de explicar qual a melhor estrutura de

capital para as empresas. Neste teorema foram criadas 2 proposições que tinham como o base os seguintes pressupostos:

- Ausência de impostos;
- Igualdade no acesso à informação;
- O endividamento ilimitado e sem risco de incumprimento;
- Inexistência de custos de agência, transição ou falência;
- Emissão apenas de dívida sem risco ou ações por parte das empresas.

Na Proposição I, segundo Corredor e Vargas (2011), Modigliani e Miller afirmam que o valor de mercado da empresa e o custo do capital são independentes da estrutura de capital da empresa, acrescentando que a proposta de Modigliani e Miller poderia ser resumida que o valor da empresa não é afetado pela alavancagem financeira e, portanto, não muda se o financiamento for concedido em diferentes combinações.

Por sua vez Gomes (2012, p. 125) afirma que a Proposição II “diz-nos que a rentabilidade das ações de uma empresa alavancada cresce de forma linear com o seu rácio de endividamento, calculado a valores de mercado”, reforçando que “quanto maior for a rentabilidade esperada do passivo, maior será o efeito do endividamento na rentabilidade esperada dos capitais próprios. Assim, o aumento da rentabilidade esperada pelos acionistas é então compensado pelo aumento do risco das ações”. Ainda para Gomes (2012, p. 126), “Modigliani e Miller afirmam, que nos mercados de capitais encontramos uma diversidade de taxas de juro que variam na maturidade”. Reforçando que “para os referidos autores a teoria económica e a experiência de mercado dizem-nos que as taxas de retorno esperadas pelos financiadores tendem a aumentar com o rácio Capital Próprio/Capital Alheio de uma empresa alavancada”.

Para Lam (2010), este artigo de Modigliani e Miller é baseado num conjunto de pressupostos heurísticos como por exemplo, a inexistência de impostos ou custos de falência, e que investidores individuais podem pedir emprestado ao mesmo ritmo que as empresas, assim sendo na opinião de Lam este teorema devido as estas limitações, fornece-nos apenas uma explicação substancial sobre toda esta temática.

Em 1963, Modigliani e Miller, publicaram um novo artigo intitulado de “*Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*”, onde os impostos já eram tidos em conta, e assim o efeito fiscal passaria a ter preponderância na estrutura de capital das empresas, denotando que que o

aumento do financiamento das empresas através de capital alheio, faria com que o valor destas mesmas empresas fosse maximizado, devido ao benefício fiscal obtido pela dedução dos juros referentes aos impostos sobre o rendimento.

Segundo Iqbal, Muneer, Jahanzeb e Saif-ur-Rehman (2012), o Teorema de Modigliani e Miller serviu como base para as finanças empresariais modernas, pois antes deste artigo nenhuma teoria era geralmente aceita. Ainda para os mesmos autores, apesar de outras teorias também contribuíram para o teorema da estrutura de capital, o teorema de Modigliani e Miller, apesar de ter algumas fraquezas, não pode ser completamente ignorado ou rejeitado.

Depois deste Teorema de Modigliani e Miller, foram elaboradas várias teorias, entre elas como por exemplo, a *trade-off theory*, ou *pecking order theory*, que tiveram a Teoria Modigliani e Miller como base e tentando assim colmatar algumas limitações desta, com intuito de melhorar a percepção de todos os elementos que envolvem as estruturas de capitais.

2.1.3. Trade Off Theory

Com referido na teoria anterior, Modigliani e Miller (1963), melhoraram o seu teorema, e incluíram os benefícios fiscais na sua teoria, através da dedução do valor dos juros devido ao financiamento através de capitais alheios, induzindo que quanto maior fosse o financiamento através de capitais externos, maior seria o valor da empresa, não tendo em conta alguns pressupostos como por exemplo, os custos de falência.

Alguns autores como, Deangelo e Masulis (1980) e Myers (1984), discordavam em alguns aspetos do Teorema de Modigliani e Miller, e desenvolveram alguns estudos onde equilibravam os rendimentos provenientes das deduções fiscais e os custos provenientes do endividamento das empresas, com foi o caso da *Trade Off Theory*.

A *Trade Off theory*, segundo Myers (1984) citado por Gomes (2012, p. 138), trata-se do “rácio ótimo de Capital Próprio/Capital Alheio, determinado através de um *trade-off* entre os custos e benefícios da dívida. De entre os benefícios da Dívida encontramos nomeadamente os benefícios fiscais da dívida, e entre os custos devemos referir os custos de falência”.

Para Novo e Vieira (2010, p. 2):

“... a consideração do efeito fiscal decorrente do uso de dívida, combinado com o efeito dos custos de falência, resultou na abordagem *Trade-off*, que sustenta a ideia de que, se por um lado, o endividamento traz vantagens para a empresa por meio do benefício fiscal que lhe está associado, por outro, traz também custos relacionados com a falência das empresas, sendo a probabilidade de incorrer em falência tanto maior quanto maior for o grau de endividamento da empresa”.

Segundo Semedo (2015, p. 10), nesta teoria “os gestores das empresas devem estimar o nível de capital alheio que maximize o valor da empresa, onde esse valor será maximizado com a utilização de capitais alheios”, mas afirmando que, “contudo, o valor da empresa será restringido pelos custos gerados pela utilização de capitais alheios. Tendo isso em conta será objetivo de a empresa atingir o ponto ótimo, onde os custos igualam os benefícios do capital alheio, pois a partir deste ponto ótimo a maior utilização de capitais alheios diminui o valor da empresa.”

O objetivo desta teoria refere Gomes (2012, p. 139) que, passa por as empresas, atingirem “o ponto ótimo em que os custos de falência igualam os benefícios fiscais da dívida. A partir desse ponto o aumento do endividamento reduz o valor da firma. Mais uma vez o que está em causa na *Trade-off Theory* é comparar proveitos e custos inerentes à Dívida, tendo em vista a maximização do valor da empresa.”

Em seguida são abordadas duas diferentes abordagens para a *Trade-off Theory*, a *Static Trade-off Theory* e *Dynamic Trade-off Theory*.

2.1.3.1. *Static Trade-off Theory*

A *Static Trade-off Theory*, segundo Gomes (2012, p. 139) “assume que não existem custos de transação na emissão e compra de *securities* e não incorpora os conflitos de agência nem a assimetria de informações”. Frank e Goyal (2007) citados por Gomes (2012, p. 139):

“...assumem que os investidores são neutrais ao risco e incorrem numa taxa de imposto progressiva aplicada à riqueza gerada pelas obrigações. Empresas têm uma taxa de imposto constante sobre os ganhos do período, e podem deduzir juros e capital pagos, enquanto que o investidor paga imposto sobre esses pagamentos recebidos. Como os dividendos e ganhos de capital são taxados a uma única e constante taxa, os investidores irão investir nas *securities* que lhe oferecem uma melhor rentabilidade após Imposto.”

Para Semedo (2015, p. 12), a *Static Trade-off Theory* procura encontrar um “equilíbrio entre os benefícios fiscais dos capitais alheios e os seus custos de falência. Logo, os benefícios fiscais levarão a um maior nível de capital alheio, por sua vez os custos de falência levarão a um menor nível de capital alheio.”

2.1.3.2. *Dynamic Trade-off Theory*

A *Dynamic Trade-off Theory*, para Semedo (2015, p. 11) “assenta na importância do papel do tempo, das expectativas e dos custos suportados com a obtenção de financiamento. Neste modelo a decisão de financiamento vai depender do nível de financiamento que a empresa prevê vir a precisar para o próximo período. Dessa forma algumas empresas podem prever distribuir fundos e outras angariá-los.”

Segundo Gomes (2012, p. 140), os “modelos dinâmicos da estrutura de capital reconhecem que existem custos de transação com a emissão e compra de Dívida. Devido aos custos de transação, as empresas permitem que a sua estrutura de capital derrape muitas vezes, demorando a ajustar a sua estrutura de capital para o seu valor ótimo. As empresas só procederão a esse ajustamento quando os benefícios desse ajustamento superarem os seus custos.” Concluindo Gomes (2012, p. 140), que por sua vez vai citar Frank e Goyal (2007), que os pontos que definem a *Dynamic Trade-off Theory*:

1. A escolha ótima de financiamento hoje depende do que é esperado que seja ótimo no próximo período de tempo.
2. No próximo período de tempo pode ser ótimo angariar ou distribuir fundos.
3. A angariação de fundos poderá ser feita através de Dívida ou de Capitais Próprios.
4. Em qualquer caso, o que é esperado que seja o ótimo para o próximo período de tempo, é o que servirá de comparação para a empresa no corrente período.

2.1.4. *Pecking Order Theory*

Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), desenvolveram a *Pecking Order Theory*, tendo por base alguns estudos anteriores sobre esta temática. Para os autores, a estrutura de capital de uma empresa, passava por uma escolha hierárquica de fontes de financiamento, em que eram tomadas decisões assertivas e eficazes de forma contínua, de modo a diminuir os custos referentes da

assimetria de informação, e assim aumentando o valor da empresa, desta forma contradizendo os estudos anteriores sobre estruturas de capital, que referiam que maximização do valor da empresa passava pela “procura” do melhor nível de endividamento.

Segundo Myers e Majluf (1984), citados por Antão e Bonfim (2008), a *Pecking Order Theory* sugeria a seguinte hierarquia de financiamento:

1. As empresas devem financiar os seus investimentos recorrendo a meios gerados de forma interna evitando assim a exposição a problemas de informação assimétrica.
2. Caso seja necessário recorrer a capital externo, as empresas devem proceder à emissão de títulos de dívida, ou seja, títulos que garantem uma remuneração predefinida e que têm um nível de risco baixo.
3. E só por último, quando a capacidade de endividamento da empresa é alcançada é que a empresa deve considerar a emissão de capital, pois esta constitui uma forma de financiamento muito mais arriscada e, em consequência, resulta num maior ajustamento do preço dos títulos para baixo.

Segundo Antão e Bonfim (2008, p. 189), as previsões da *Pecking Order Theory* estão em contradição com as previsões da *Trade Off Theory*, porque “não existe um rácio ótimo de endividamento, pois cada empresa escolhe o seu rácio de endividamento tendo por base as suas necessidades de financiamento” concluindo que “as empresas optam por utilizar a dívida somente quando os fundos internos não são suficientes para cobrir as necessidades de investimento e não porque existem benefícios e custos inerentes à emissão de dívida”.

Na *Pecking Order Theory* para Gomes (2012), não existe uma estrutura de capitais ótima que combine Capitais Próprios e Capitais Alheios. Existem duas formas possíveis de financiamento através de Capitais Próprios, uma interna e outra externa, uma encontra-se no topo e a outra encontra-se no final da hierarquia, concluindo assim que a *Pecking Order Theory* é uma forma importante de explicar as decisões de financiamento e de estrutura de capital de uma empresa, fundamentalmente na existência de assimetria de informação. Ela explica também a razão pela qual empresas bem-sucedidas têm rácios de endividamento baixos.

Também para Junior (2012, p. 16), “as empresas que apresentam uma capacidade superior de gerar resultados, provenientes das suas atividades, implicam que tenham baixos rácios de capital alheio nas suas estruturas do capital”, reforçando que “a opção de autofinanciamento revela-se credível

e suficiente, para fazer face aos projetos criadores de valor que surgem” e rematando que “empresas que sendo pouco rentáveis, apresentam valores altos de endividamento, e assim de maneira inevitável recorrem a capital externo para levar o cabo o seu plano de investimentos”.

2.1.5. Custos de Agência

Jensen e Meckling (1976), desenvolveram um artigo onde abordavam os conflitos de interesses entre acionistas, gestores e credores. Nesta publicação denominada “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, os autores elaboraram uma relação contratual entre o principal (acionista) delegava funções de tomada de decisão ao agente (gestor), para prestação de serviços defendendo os interesses do principal.

Semedo (2015), refere que os problemas de agência aparecem quando os gestores estabelecem como prioridade a realização dos seus próprios interesses, antes de cumprirem com os compromissos estabelecidos com os acionistas, levando a que os acionistas tomem medidas em prol dos seus interesses, estas medidas farão a empresa incorrer em custos, sendo esses apelidados como custos de agência dos capitais próprios.

Segundo Jensen e Meckling (1976), referidos na sua tese de Doutorado por Zinga (2015, p. 15), “os custos de agência podem ser definidos como o conjunto de atividades e sistemas operacionais desenvolvidos com o fito de alinhar os interesses dos gestores com os dos proprietários”, e consistiam no seguinte conjunto de custos:

1. custos de controlo suportados pelos proprietários de forma a limitar o comportamento oportunista dos gestores;
2. custos suportados pelos gestores de forma a convencer os proprietários que eles prosseguem os objetivos contratado;
3. perdas residuais.

Segundo Gomes (2012), o cerne da Teoria da Agência consiste em que as pessoas que privilegiam os seus interesses tenham sempre incentivos para diminuir ou controlarem conflitos de interesses, e assim reduzirem os prejuízos resultantes desses conflitos.

Jensen e Meckling (1976), citados por Semedo (2015), demonstraram que uma maior utilização de dívida levaria por sua vez a um aumento dos juros pagos pela sua utilização, onde os aumentos desses pagamentos periódicos levariam a diminuição do *cash flows* disponíveis e

consequentemente a diminuição dos custos de agência derivados desse excedente, concluindo que a solução para este problema seria o aumento do endividamento pois esse permitira reduzir os *cash flows* disponíveis, levando a que esses excedentes promovessem a expansão da empresa e aumentassem o valor da mesma, satisfazendo assim acionistas e gestores.

Reforça Gomes (2012, p. 133), que o “conflito ente acionistas e gestores pode ser minimizado de duas formas”, sendo que a primeira consiste em “incluir ou aumentar a participação dos gestores no capital da empresa, criando assim um alinhamento de interesses entre gestores e acionistas” e a segunda passa como foi mencionado anteriormente pela “maior utilização de Dívida por parte da empresa”, motivando “os gestores a aumentar os *free-cash-flows* da empresa, isto porque a ameaça causada pelos custos de falência causados pela falta de pagamento da Dívida servirá de motivação para tornar empresa mais eficiente”.

2.2. Valor da Empresa e a Teoria dos *Stakeholders*

O valor da empresa trata-se do valor de todos os elementos, tangíveis, intangíveis e elementos humanos que compõem ou constituem a empresa. É um valor ou preço da empresa como uma organização, que inclui não só o valor atual dos diferentes bens, direitos e obrigações dos seus bens, mas também a expectativas sobre os benefícios que se espera que a empresa gere no futuro, segundo Martinez (2011)

Ainda para Martinez (2011), o valor é criado na empresa quando a utilidade ou riqueza que ela cria, e quando o lucro ou riqueza que gera é suficientemente grande, para cobrir o custo de todas as fontes de financiamento dos recursos investidos no negócio.

Segundo Argandoña (2011), na teoria neoclássica, o valor económico é criado quando o preço que os consumidores pagam pelos bens e serviços é maior do que o custo de produção dos mesmos, acrescentando que o valor económico gerado é a soma do excedente do consumidor e do excedente do produtor, em que excedente do consumidor é definido como a diferença entre o preço mais elevado que o consumidor estaria disposto a pagar por um bem ou serviço e o preço que efetivamente paga, enquanto o excedente do produtor é a diferença entre o preço a que os vendedores efetivamente vendem e o custo dos recursos aplicados.

A questão da maximização do valor resume-se então, ao excedente do consumidor e ao excedente do produtor ou valor residual, atribuído ao proprietário. Isto não quer dizer, que outros intervenientes não recebam também um excedente, apenas que a tarefa de determinar o montante do excedente e de o distribuir, seja transferida para os mercados de recursos (mão-de-obra, finanças, mercadorias, etc.), afirma Argandoña (2011).

Jensen (2001), afirma que a fim de maximizar o valor da empresa, os gestores das empresas devem não só devem satisfazer os seus interesses, mas também contar com o apoio de todos os *Stakeholders* - clientes, empregados, gestores, fornecedores, comunidades locais. Acrescentando também que a gestão de topo desempenha um papel crítico nesta função através da sua liderança e eficácia na criação, projeção, e sustentação da visão estratégica da empresa.

Para Jensen (2001), o principal concorrente da maximização de valor como objetivo empresarial é a chamada Teoria dos *Stakeholders*, que argumenta que os gestores devem tomar decisões para ter em conta os interesses de todas as partes interessadas numa empresa.

Num modelo de *Stakeholders*, para Argandoña (2011), a teoria da criação de valor implica que:

1. todos aqueles que criam ou capturam valor, ou que na sua relação com a empresa assumem riscos, seja dentro da empresa (proprietários, gestores, empregados) ou fora da empresa (consumidores, fornecedores), ou que sofrem o impacto das externalidades ou desinformação da empresa (comunidade local, ambiente, gerações futuras, sociedade em geral), devem ser considerados partes interessadas;
2. a maximização do valor para os consumidores e fornecedores de recursos não é suficiente para garantir um “ótimo social”, uma vez que existem outras partes interessadas relevantes a considerar;
3. nas relações entre as partes interessadas e a empresa, existem outras variáveis a ter em conta para além do desafio dos bens ou serviços por um preço, tais como se não existem alternativas (alternativas que limitem o poder de mercado), se a informação é fornecida (incluindo os meios para a processar e utilizar racionalmente) e se existe proteção contra as externalidades negativas (se as pessoas afetadas têm meios para se defenderem contra as externalidades).

A Teoria dos *Stakeholders* ultrapassa a visão estreita que diz que o único objetivo da empresa é maximizar o valor económico para os acionistas (Freeman, 2008, citado por Argandoña, 2011). A introdução da criação de valor para todos os interessados alarga o quadro de gestão, aproximando-o de um ótimo económico mais realista, gerando novas capacidades de criação de valor cooperativo, e ultrapassando alguns conflitos, conclui Argandoña (2011).

2.3. Sustentabilidade

As origens do conceito de "sustentabilidade" remontam a 300 anos atrás, quando em 1713 o diretor mineiro alemão Hans Carl von Carlowitz escreveu um tratado sobre silvicultura, que chamou de "uso contínuo, estável e sustentado" da floresta. Este tratado baseava-se no princípio de que apenas deveria ser cortado o número de árvores que permitisse a um reabastecimento de um número equivalente de árvores maduras num único ano, permitindo assim que a floresta seja mantida e gerida a longo prazo, segundo Heinrichs, Martens, Michelsen e Wiek (2016).

Ainda segundo Heinrichs *et al.* (2016), Hans Carl von Carlowitz afirmou que a "silvicultura sustentável" é a chave para o sucesso a longo prazo em mineração e meios de subsistência relacionados, e que a procura de árvores para aquecimento, as atividades de construção, fabrico de cerveja, mineração e fundição só poderiam ser satisfeitas se houvesse um equilíbrio entre a colheita e o cultivo/restauro de árvores seria alcançado.

Passados 300 anos, os conceitos de desenvolvimento sustentável e sustentabilidade chegaram para além do domínio da silvicultura ou da gestão dos recursos naturais e passaram a constar em discursos e práticas no desenvolvimento urbano, indústria química, turismo, política, fabrico, e educação, por exemplo. A sustentabilidade tornou-se um ponto de referência para a salvaguarda do futuro em sociedades de todo o mundo, segundo Heinrichs *et al.* (2016).

Em 25 de setembro de 2015, a assembleia geral das Nações Unidas adotou um novo quadro mundial para o desenvolvimento sustentável, com o nome de Agenda 2030. Esta Agenda abrangia 3 dimensões de sustentabilidade: económica, social e ambiental, segundo informações retiradas do Regulamento (UE) 2020/852, do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de junho de 2020. Esta normativa realçava toda a importância da sustentabilidade e da transição para uma economia segura, em que o impacto no clima fosse neutro e mais eficaz na utilização dos recursos.

Num planeta com a população global em crescimento, acelerando desenvolvimento global e a crescente utilização de recursos associados e impactos ambientais, parece cada vez mais evidente que os negócios habituais não são uma opção para um futuro sustentável, segundo Bocken, Evans, Rana e Short (2014). Para os autores, será preciso dar respostas às alterações ao ambiente, que terão necessariamente de estar em paralelo com as mudanças económicas e mudança social nas empresas.

Para Breia, Mata e Pereira (2014, p. 118), a sustentabilidade nas empresas “centra-se pois na capacidade de gerar resultados (positivos) futuros, que permitam gerar excedentes de exploração e que permitam solver os compromissos futuros”, bem como “remunerar os capitais investidos”.

Segundo Bocken *et al.* (2014) para enfrentar os desafios prementes de um futuro sustentável, os modelos de negócio precisam de introduzir a mudança no centro do modelo empresarial para enfrentar a insustentabilidade na sua fonte, em vez de um complemento para contrariar os resultados negativos do negócio. O nível de ambição das inovações dos modelos de negócio precisa de ser elevado e centrado na maximização dos benefícios sociais e ambientais, em vez de apenas nos ganhos económicos.

Um dos principais desafios é conceber modelos empresariais de forma a permitir à empresa captar valor económico para si própria através da entrega de benefícios sociais e ambientais (Schaltegger *et al.*, 2012, citado por Bocken *et al.*, 2014).

Os modelos empresariais sustentáveis podem servir como veículo para coordenar inovações tecnológicas e sociais com a sustentabilidade a nível do sistema. Lüdeke-Freund (2010 citado por Bocken *et al.*, 2014) descreve um modelo empresarial sustentável como um modelo que cria vantagem competitiva através de um valor superior para o cliente e contribui para um desenvolvimento sustentável da empresa e da sociedade.

3. Enquadramento Macroeconómico

Em 2019, a economia mundial registou um abrandamento no seu desenvolvimento, e desde a crise financeira mundial (2007-2008), que a economia mundial não tinha um crescimento tão fraco. Esta desaceleração deveu-se em grande parte, ao aumento das barreiras comerciais e a todas as incertezas que estas decisões acarretam. Devido a todas estas dúvidas em volta da conjuntura económica, as empresas acabaram por ter mais cautelas nos seus investimentos a longo prazo, e países como a China, Estados Unidos da América e outros países mais desenvolvidos acabaram por desacelerar o seu crescimento, segundo o artigo elaborado por Gopinath, Milesi-Ferretti e Nabar (2019) no site do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Cristine Lagarde (2020), Presidente do Banco Central Europeu (BCE) escreveu sobre o relatório do BCE de 2019, afirmando que o crescimento na zona euro foi de 1,2%, esta situação deveu-se principalmente a condições de financiamento favoráveis, um novo aumento do emprego e por uma orientação orçamental ligeiramente expansionista. Ainda segundo o mesmo relatório, a taxa de desemprego tinha diminuído para 7,6% e a taxa de inflação na área euro tinha sido de 1,2% em 2019, comparando com 1,8% de 2018.

Em 2019 em Portugal, o produto interno bruto (PIB) cresceu 2,2 %, com base nos dados disponibilizados pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), um valor inferior face ao crescimento económico que ocorreu em 2018, que foi de 3,0 %. De acordo com o site do governo português (Portugal.gov), com os dados publicados pelo INE, o “PIB em Portugal terá crescido cerca de 3 pontos percentuais acima do PIB da área do euro. Esta é uma convergência inédita desde o início da área do euro e coloca Portugal como a terceira economia da UE15 (conjunto de países anterior à abertura da União Europeia a Leste) que mais cresceu desde 2015. Nestes quatros anos, Portugal cresceu 10,7% em termos reais e 18,1% em termos nominais.”

No segundo trimestre de 2020, devido à pandemia de COVID-19, a economia mundial sofreu um forte revés, segundo o relatório de junho de 2020 da *Economic Outlook* da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), este impacto acabou por afetar de forma bastante negativa o emprego, a saúde e o bem-estar de milhões de pessoas. Como consequência e para combater a esta pandemia os decisores políticos foram obrigados, a fortes restrições, e foram adotadas medidas de confinamento de forma a diminuir a propagação da doença e reduzir o número

de mortos. Devido a esta situação, a atividade económica dos países parou, levando a maioria dos setores a problemas económicos generalizados. Como forma de resposta a esta situação, e para que não existisse um aumento considerável do número de desempregados, os governos criaram diversos apoios extraordinários para proteger as empresas e os rendimentos dos cidadãos. Para além desta situação, cresceu também o apoio aos sistemas de saúde para tentar garantir a capacidade de resposta das unidades hospitalares ao aumento exponencial do número de doentes. Ainda sobre a análise do relatório mencionado anteriormente, o Secretário-Geral da OCDE, Ángel Gurría, afirmou que o mundo pós-COVID será moldado pela forma como os governos atuarem no imediato.

Para tentar recuperar os danos causados pela pandemia, como foi mencionado anteriormente, os governos delinearão planos para a recuperação económica e dos seus setores estratégicos. Um dos setores fundamentais para a economia de um país é o setor dos transportes, servindo para a mobilidade e deslocação dos cidadãos ou mercadorias, e assim servindo de apoio, e sendo vital para o desenrolar de outras atividades como é por exemplo, a indústria, o comércio ou o turismo. Este é um dos setores de maior aposta, para o desenvolvimento da economia portuguesa até 2030.

3.1. Análise do Setor dos Transportes

Tendo por base os dados de Estudo da Central de Balanços do Banco de Portugal (BdP), em 2017, em Portugal, o setor dos transportes representava 4% das empresas nacionais, o que correspondia a um total de 16.000 empresas, com cerca 113.000 pessoas empregadas, gerando aproximadamente 12.000 milhões de euros (M€) em VN, o que representava cerca 3% do total nacional. Sendo que as empresas de transporte terrestre de passageiros, representaram 47% das empresas do setor e geraram 11% do VN do setor, registando um aumento de 10,6 % face a 2016.

Por sua vez, os dados do *Memorandum: Sector del transporte*, revelavam que em Espanha no ano de 2008, o setor dos transportes contava com mais de 238.000 empresas, o que correspondia a 7% no total nacional, no qual estavam empregues cerca de 900.000 pessoas, 4,5% do no total de pessoas empregadas no país e produzindo cerca de 98.600 M€, no que ao VN diz respeito.

Segundo Hafner, Noussan e Tagliapietra (2019), o transporte ferroviário de passageiros em 2016, representava 8% do total do transporte a nível mundial, sendo que estava distribuído de forma desigual entre as diferentes áreas mundiais. A maior parte do transporte de passageiros em

caminhos-de-ferro encontrava-se na Ásia, com a Índia a representar 39% do total, seguida da China com 27% e do Japão com 11%.

O setor dos transportes de passageiros acabou também por ser muito afetado pelo efeito do COVID-19, isto devendo-se em grande parte às medidas de confinamento, ao aumento do número de pessoas em teletrabalho, mas também pelo medo de risco de contágio devido á utilização dos transportes públicos. Segundo um estudo que que foi conduzido, pela Organização Europeia de Consumidores e do *International Consumer Research and Testing*, em 2020: Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Eslovénia, Espanha, Holanda, Itália, Lituânia, República Checa e Portugal. Dos 11 273 investigados, 68% temem o risco de contágio por utilizarem transportes públicos, independentemente de as viagens serem de curta ou longa distância, e dos 1014 investigados de nacionalidade portuguesa, 80% responderam de forma afirmativa ao medo por risco de contágio em transportes públicos. Ainda segundo o mesmo estudo a pandemia acabou por afetar os hábitos de mobilidade das pessoas, cerca de 19% dos inquiridos que escolhiam os transportes públicos como principal forma de deslocação no pré-COVID, passaram a utilizar o carro próprio nessas viagens. É também devido a esta situação que no nosso país o setor dos transportes, que já não atravessava os melhores dias, acabou por ver a situação económica danificar-se ainda mais.

Segundo o plano de recuperação económica para Portugal 2020-2030, elaborado pelo consultor Professor António Costa Silva (2020, p. 5), Portugal pode aproveitar esta crise para inverter esta situação económica, e para tal deve-se fazer “uma aposta forte na completção do plano de infraestruturas físicas, em particular da rede ferroviária nacional, para reforçar a sua ligação a Espanha e ao continente europeu”, de forma a melhorar os seus serviços de passageiros e mercadorias, mas também criando uma “rede ferroviária moderna e elétrica que é uma resposta às preocupações ambientais e está alinhada com o futuro”. Por sua vez este investimento, irá funcionar como uma alavanca económica, “arrastando todo o setor da construção dinamizando as empresas nacionais e os fornecedores de equipamentos e serviços e, conseqüentemente, promovendo o emprego”.

3.2. Plano Ferroviário Nacional (PFN) 2020-2040

Segundo Garcia e Serra (2021) na infografia do sistema de transportes em Portugal, elaborada pela Fundação Francisco Manuel dos Santos, em 1990 existiam 3.126 km de linhas ferroviárias em exploração e 303 km de autoestradas, em 2019, as linhas ferroviárias decresceram para 2.526 km, enquanto que as autoestradas subiram para 3.065 km, demonstrando assim um claro desinvestimento na ferrovia no nosso país e um grande investimento na rodovia. Ainda segundo o mesmo estudo, o número dos automóveis ligeiros triplicou nas últimas décadas.

Com o intuito de contrariar esta situação, em 19 de abril de 2021, o Estado Português lançou o PFN 2020-2040, que se trata duma ferramenta que tenderá em vista assegurar as comunicações de interesse nacional e internacional, conferindo assim uma estabilidade e planeamento de médio longo prazo, para a rede ferroviária portuguesa, segundo informações retirada do site do PFN do governo português.

O Plano Nacional de Investimentos 2030 prevê um investimento de cerca de 10.000 M€ em investimento na ferrovia, que servirá de base para o PFN, tendo como finalidade a modernização da linha ferroviária nacional.

O PFN tem como objetivos que a linha ferroviária chegue a todas as capitais de distrito, uma diminuição no tempo de viagem entre Lisboa e Porto, mas também uma melhor ligação da rede ferroviária às infraestruturas portuárias e aeroportuárias, de forma a que país melhore as suas ligações transfronteiriças ibéricas e que possa ser um meio de transporte eficiente para as cadeias de logística nacionais e internacionais, ainda segundo a informações retiradas do site do PFN.

4. Estudo de Caso

Esta tese visa fazer uma análise de âmbito Ibérico às empresas públicas de maior dimensão, a operarem no transporte ferroviário, em Portugal e Espanha. Apresenta-se de seguida a caracterização destas empresas.

4.1. Caracterização das empresas

4.1.1. CP – Comboios de Portugal, EPE

A inauguração da linha ferroviária em Portugal, ocorreu em 1856, contou com a presença do rei de Portugal na altura, D. Pedro V, e fazia a ligação entre Lisboa e o Carregado, segundo dados retirados do site oficial da CP. Em 1860, foi criada a Companhia Real dos Caminhos de Ferro Portugueses, o período que se seguiu à sua fundação, foi um período de um grande crescimento da linha ferroviária, de grande expansão e desenvolvimento do país, mas também levou ao endividamento a longo prazo, este forte investimento deveu-se em grande parte á vontade de Fontes Pereira de Melo, ministro das obras públicas comércio e indústria, segundo Carvalho (2006).

Durante as últimas décadas do séc. XIX e o início do séc. XX, existiram diversas companhias que foram explorando as linhas ferroviárias em todo o país, em 1945, foi publicada a Lei n.º 2008 sobre a concentração de todas as concessões de exploração ferroviária numa só empresa, e no ano seguinte, todas as concessões de exploração (exceto a Linha de Cascais) passaram para a Companhia dos Caminhos de Ferro Portugueses. (Henriques, 2013)

Em 15 de Abril de 1975, devido à importância estratégica dos caminhos de ferro, quer sob o ponto de vista económico, quer social, foi publicado o Decreto-Lei nº 205-B/75 que nacionalizava a Companhia dos Caminhos de Ferro Portugueses, em 1977, são aprovados os novos Estatutos da Companhia dos Caminhos de Ferro Portugueses, SARL (Sociedade Anónima de Responsabilidade Limitada), que passou a denominar se Caminhos de Ferro Portugueses, EP, segundo dados retirados do site oficial da CP.

Em 1997 foi criada a Rede Ferroviária Nacional - REFER, EP, pelo Decreto-Lei n.º 104/97, de 29 de abril, ficando esta empresa responsável pela prestação do serviço público de gestão da

infraestrutura integrante da rede ferroviária nacional (dados retirados do site das Infraestruturas de Portugal). Desta forma a administração da CP, implementou uma organização mais baseada em unidades de negócio.

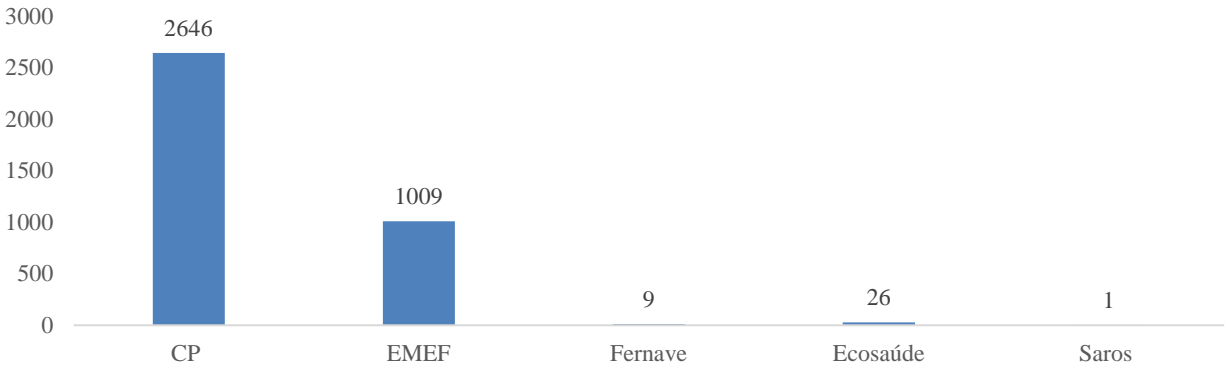
O transporte de mercadorias foi objeto de cisão, em 2009, tendo passado a ser realizado pela CP Carga – Logística e Transporte Ferroviário de Mercadorias, S.A., com capital social detido integralmente pela CP até 2015, e alienado em 2016, à *Mediterranean Shipping Company Rail* (Portugal) — Operadores Ferroviários, S.A.

A CP é uma entidade pública empresarial (EPE) de transporte ferroviário, detida 100% pelo Estado Português, tem o controlo de empresas de fornecimento a este setor de atividade, designadamente nas áreas de manutenção de material circulante, formação, cuidados de saúde e mediação de seguros, detendo também participações minoritárias casuísticas, numa lógica de cooperação, com outros operadores. A CP como EPE está sujeita às orientações de gestão definidas pelo Governo, à Tutela setorial e financeira, dos Ministérios da Economia e das Finanças, bem como ao controlo financeiro do Tribunal de Contas e da Inspeção Geral de Finanças.

Em 28 de Novembro de 2019, o Estado Português assinou um contrato de serviço público com a CP, de acordo com o Portal do Governo de Portugal (2020), este contrato estabelece que o Estado Português passa a ter condições contratuais para exigir à CP um conjunto de obrigações de serviço público e o cumprimento de indicadores de serviço, entre 2020 e 2030, podendo este período ser alargado até 2035. Em contrapartida, o Estado assumiu o compromisso de proceder ao pagamento de compensações à CP num montante que será apurado a anualmente. Desta forma, este contrato dará á CP uma maior capacidade financeira para a prestação de serviços, a manutenção do equipamento e renovação do material circulante.

No final de 2019, de acordo com os dados do seu relatório e contas consolidadas, o grupo CP tinha na sua frota, 240 automotoras, 32 Locomotivas e 104 carruagens. Em relação aos RH, este grupo tinha um total de 3.691 efetivos, que se encontravam dispostas da seguinte forma:

Gráfico 4.1.1.1. N° de Efetivos 2019 - CP



Fonte: Elaboração Própria

Ainda segundo o seu relatório e contas consolidadas de 2019, nesse ano, foram transportados pela CP, cerca de 145 milhões de passageiros, o que representou um aumento de 14,7% face ao ano anterior, este aumento no valor de viajantes deveu-se principalmente à diminuição do custo dos passes mensais, mas também se deveu ao aumento do turismo e a uma ligeira recuperação dos indicies económicos nacionais.

4.1.2. RENFE Operadora

Foi em 1848 que foi inaugurada a primeira linha ferroviária na Península Ibérica, ligando Barcelona a Mataró, com 28 km de comprimento, três anos mais tarde, foi inaugurada a segunda linha entre Madrid e Aranjuez. Nos anos seguintes, o caminho-de-ferro espalhou-se por Espanha, graças ao esforço de pequenas empresas independentes. A promulgação das leis bancárias e ferroviárias, que deram grandes facilidades e subsídios, levaram a que o capital estrangeiro fosse investido em Espanha, resultando no quadro em que se iniciou o desenvolvimento, do que é a atual rede ferroviária espanhola. (Utrera, 2002)

Em 1941, como consequência da intervenção estatal nas grandes empresas ferroviárias de grande escala, nasceu a *Red Nacional de los Ferrocarriles Españoles* (RENFE), e os cerca de 12.401 quilómetros de linha férrea foram colocados sob o seu controlo. Os principais objetivos da RENFE eram a reconstrução das infraestruturas ferroviárias danificadas durante a guerra e o estabelecimento do modelo de gestão da nova organização. (Utrera, 2002)

Na década de 1980, a Administração mudou de atitude e decidiu dar um novo impulso aos caminhos-de-ferro. Em 1981 foi aprovado o Plano de Transporte Ferroviário, que fez grandes investimentos na melhoria dos serviços suburbanos e a aposta nos comboios de alta velocidade como foi por exemplo a linha Madrid - Sevilha de 471 km, inaugurada em 1992. (Utrera, 2002)

Em 2005 nasceu a RENFE Operadora, resultante da divisão da antiga RENFE em duas empresas com competências muito diferentes. A RENFE Operadora, que ficou responsável pela prestação de serviços de transporte de passageiros e de mercadorias, e o *Administrador de Infraestructuras Ferroviarias* (ADIF), responsável pela gestão de infraestruturas ferroviárias (segundo informações retiradas do site oficial da RENFE).

A RENFE Operadora, é uma EPE espanhola, pela terceira disposição adicional da Lei 39/2003, de 17 de novembro, no Setor Ferroviário (LSF 39/2003), como entidade pública dependente da Administração Geral do Estado (AGE), atualmente reguladas pela Lei 40/2015, de 1 de outubro, sobre o Regime Jurídico do Setor Público (Lei 40/2015), segundo informações retiradas do relatório e contas consolidadas da empresa.

Em 2012, por Decreto Real, de forma a avançar no processo de liberalização do modelo ferroviário e abrindo-o à concorrência, fez com que a RENFE Operadora fosse considerada como empresa-mãe de um grupo de empresas. Em resumo, a organização criada envolveu a criação de quatro empresas comerciais estatais (*RENFE Viajeros*, *RENFE Mercancías*, *RENFE Fabricación y Mantenimiento* y *RENFE Alquiler de Material*), que são integralmente detidas pela RENFE Operadora, que mantém a sua natureza jurídica de entidade empresarial pública (informações retiradas do site oficial da RENFE).

Ainda segundo informações retiradas do seu site, a RENFE Operadora em 2019 contava com cerca de 15.000 empregados, cerca de 5.000 comboios a circular diariamente por Espanha, e realizando o transporte de mais de 500 milhões de passageiros e 18,3 milhões de toneladas de mercadorias, anualmente.

4.2 Análise Económica

4.2.1 Importância dos Subsídios à Exploração nos Volumes de Negócios das Empresas do Setor Empresarial do Estado – CP (Portugal) e RENFE (Espanha)

Gráfico 4.2.1.1. Peso dos Subsídios à exploração no VN



Fonte: Elaboração Própria

Conforme mencionado anteriormente, o SEE, “engloba empresas, serviços ou instituições que, pelas suas características ou importância económica que representam para os cidadãos, são consideradas de interesse público, e desempenham funções que direta ou indiretamente se revelam importantes, ou até mesmo fundamentais, para a sustentabilidade, manutenção ou desenvolvimento da sociedade em que nos inserimos”, segundo o antigo Bastonário da ordem dos contabilistas certificados, Prof. António Domingues de Azevedo, no Anuário do SEE de 2011, p.11.

As indemnizações compensatórias têm como função contribuir para o equilíbrio financeiro das entidades que prestam serviços públicos. Segundo os Relatórios e Contas Consolidados da CP, entre 2015 e 2018, a empresa só recebeu subsídios europeus com valores residuais para apoio à investigação e inovação, não tendo sido atribuído qualquer valor pelo Estado ao grupo CP pela prestação de serviço de público.

Ao contrário do que sucedeu nos anos anteriores, em 2019, ao abrigo do previsto no Diário da República n.º 177/2019, série I de 16 de setembro, foi recebido o montante de 40 M€ a título de indemnizações compensatórias.

Em 28 de Novembro de 2019, o Estado Português assinou um contrato de serviço público com a CP, de acordo o Portal do Governo de Portugal (2020), este contrato estabelece que o Estado Português passa a ter condições contratuais para exigir à CP um conjunto de obrigações de serviço público e o cumprimento de indicadores de serviço, entre 2020 e 2030, podendo este período ser alargado até 2035. Em contrapartida o Estado assumiu o compromisso de proceder ao pagamento de compensações à CP num montante que será apurado anualmente. Desta forma, este contrato dará à CP uma maior capacidade financeira para a prestação de serviços, a manutenção do equipamento e renovação do material circulante.

Segundo o diário económico *El Español*, em 2018, a RENFE assinou com o Estado Espanhol um novo contrato de prestação de serviço público de transportes, assinado por dez anos (2018-2027), embora possa ser prorrogado por mais cinco anos. Neste contrato o Governo confia ao operador a prestação destes serviços, com o qual garante a mobilidade e a estruturação do país, em troca de um subsídio para cobrir os custos de exploração que não cobrem o preço do bilhete.

Neste contrato a EP espanhola de caminhos-de-ferro, receberá uma compensação estatal de cerca de 1.000 M€ por ano, em troca do cumprimento de objetivos mínimos como são a pontualidade, qualidade, fiabilidade, limpeza, segurança e serviço ao cliente. O exercício da prorrogação de cinco anos dependerá do cumprimento destes indicadores.

Este contrato de serviço público tem muito importância para as contas da CP uma vez que até 2018, a empresa apresentava RO negativo, devido principalmente ao elevado peso dos seus gastos fixos no VN, mas também complementado pelo facto da empresa não receber qualquer subsídio para prestação de serviço público. Em 2019 foi o primeiro ano em que a empresa recebeu 40 M€ (Anexo – Tabela 8.2.) referente a indemnizações compensatórias, e foi o primeiro ano que a empresa conseguiu gerar um RO positivo, sendo um primeiro passo para o equilíbrio dos seus problemas económicos a curto prazo.

Por sua vez na RENFE, como foi mencionado anteriormente, renovou o seu contrato em 2018, sendo que em anos anteriores estes subsídios à exploração já eram atribuídos anualmente à empresa

representando um peso entre 22% e 28% do VN, com a renovação do contrato este valor cresceu para cerca de 34% do VN anual da empresa, um valor muito relevante para as contas da RENFE, que sem a entrada destes subsídios a empresa não conseguiria gerar RO positivos, como acontecia na CP antes da assinatura do contrato de serviço público.

4.2.2 Análise das Demonstrações de Resultados das Empresas

Tabela 4.2.2.1. Resultados CP (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
VN	261	275	300	308	357
EBITDA	-118	2	24	17	59
RO ou EBIT	-177	-54	-34	-37	5
RL	-279	-144	-111	-106	-53

Fonte: Elaboração Própria

Para o cálculo do VN, de ambas as empresas, foram consideradas as seguintes rubricas: vendas e prestação de serviços, subsídios à exploração, ganhos/perdas imputadas de subsidiárias e empreendimentos conjuntos, variações nos inventários da produção e trabalhos para a própria entidade.

De acordo com as demonstrações consolidadas dos resultados e do rendimento integral (Anexo – Tabela 8.2.), que constam nos relatórios de contas consolidadas da CP, e cujos principais valores destacamos na tabela anterior:

Em 2019, foram transportados pela CP, cerca de 145 milhões de passageiros, o que representou um aumento de 14,7% face ao ano anterior, este aumento no valor de viajantes deveu-se principalmente à diminuição do valor dos passes mensais, mas também se deveu ao aumento do turismo e a uma ligeira recuperação dos indicies económicos nacionais. Este crescimento foi um dos fatores que levou a que o VN crescesse cerca de 37 % entre 2015 e 2019.

Mas ao analisarmos mais ao pormenor esta rubrica em 2019, podemos verificar que o aumento de cerca de 48,8 M€, em VN face a 2018, ficou a dever-se principalmente á variação no valor de subsídios à exploração, que registou um aumento de 40 M€ face a 2018 (Anexo – Tabela 8.2.). Ao abrigo do previsto no Diário da República n.º 177/2019, série I de 16 de setembro, o Grupo CP recebeu o montante de 40 M€ do Estado Português a título de indemnizações compensatórias no

ano 2019, de forma a financiar a sua atividade, em 2018, a CP não tinha recebido qualquer subsídio nesta área.

De realçar também o aumento no valor da rubrica de Vendas e Prestações de Serviços, que cresceu cerca de 6,3 M€, face ao ano anterior, isto deveu-se em grande parte ao aumento de proveito em serviço de passageiros, que devido ao aumento da procura, fez com que existisse um aumento de 11,6 M€ em relação a 2018, por sua vez, devido à descontinuação do negócio de manutenção de locomotivas diesel para o cliente *Medway*, levou a que a rubrica de outras prestações de serviços registasse uma perda de cerca 5,3 M€ face ao ano anterior. (Anexo – Tabela 8.3)

Em 2019, as rubricas de gastos com maior peso no VN da CP foram Fornecimentos e Serviços Externos (FSE), que absorveram 41,5%, seguido dos gastos com pessoal que tinham um peso no VN, de 38,3%, mas também o CMVMC que tinha um peso de 7,4%. (Anexo – Tabela 8.4.)

Para além dos principais dados evidenciados na tabela anterior, analisando mais em detalhe a Demonstração de Resultados da empresa e sobretudo as principais variações dos rendimentos e custos operacionais da empresa, verificamos que a rubrica de reversão em perdas por imparidade nos inventários variou positivamente no valor de 4,9 M€ (o valor matérias-primas, subsidiárias e de consumo aumentou face a 2018. Isto deveu-se a um aumento do volume de compras face ao período homólogo e também ao reforço do volume de stock em armazém para fazer face a intervenções planeadas), por último nas variações positivas, houve uma variação de 3,0 M€ na rubrica de outros gastos (diminuição da variação das perdas em investimentos não financeiros, na sequência da decréscimo, face a 2018, de abates de equipamento básico, em 2018 foi abatido material circulante que se encontrava classificado como ativo não corrente detido para venda).

Por outro lado, nas principais variações negativas, houve um aumento de 3,2 M€ dos gastos com Pessoal (verifica-se um aumento de gastos face ao ano anterior, resultante da implementação dos acordos de empresa assinados em dezembro de 2019 com as organizações representativas dos trabalhadores, bem como das progressões em resultado dos processos de avaliação realizados. Mas também é de ressaltar o aumento dos encargos com seguros, nomeadamente de acidentes de trabalho e saúde, e dos gastos com formação) e pelo aumento de 3,2 M€ com FSE (para esta rubrica, é de realçar, o aumento dos gastos com a utilização da infraestrutura ferroviária, bem como da rubrica de conservação e reparação, em resultado das obras de reabilitação e melhoria das

instalações do Parque Oficinal de Guifões, à construção de Parque de Resíduos e Reformulação da Rede de Drenagem do Parque Oficinal Norte - Sernada do Vouga e às obras de requalificação das instalações oficiais do Entroncamento).

O EBITDA da CP em 2019, apresentou um valor de 59,3 M€, registando uma variação positiva de 42,2 M€, o que corresponde a um aumento de cerca de 246% face ao ano anterior. Os gastos/reversões referentes a amortizações e depreciações, e as imparidades de investimentos depreciáveis/amortizáveis totalizaram o 54,8 M€, o que significa que o RO da entidade em 2019, registou um valor de 4,5 M€, representando uma melhoria de 41,3 M€ face a 2018, que tinha sido de -36,8 M€. Esta variação positiva do RO deveu-se em grande parte ao recebimento de subsídios à exploração anteriormente mencionados.

O Resultado Financeiro (RF) da entidade em 2019 foi -55,9 M€, registando uma melhoria face ao ano anterior, de cerca de 12,4 M€, menos 18 % face ao ano anterior. Se formos observar nos 5 anos em análise, o RF teve um decréscimo de 48,1 M€ o que representa uma diminuição de 46% face a 2015. Para esta evolução contribuiu, fundamentalmente, a redução do passivo remunerado do Grupo, cujas razões serão explicitadas aquando da abordagem da rúbrica de financiamentos, no Balanço. (Anexo – Tabela 8.5.)

O RL do Grupo CP em 2019 apresentou uma melhoria de 51% face ao ano anterior (53,7 M€), passando de -106,2 M€, em 2018, para -52,5 M €, ainda assim mantendo-se negativo, o que aconteceu ao longo dos 5 anos desta análise.

No ponto **4.2.5. Análise de Rendibilidade**, é feito o estudo dos respetivos rácios de rendibilidades de ambas as empresas, de forma a que se possa ser feita uma análise relativa, uma vez que a comparação de valores absolutos da CP e da RENFE é mais complicada, devido às diferentes dimensões das entidades.

Tabela 4.2.2.2. Resultados RENFE (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
VN	3.194	3.237	3.608	4.002	4.093
EBITDA	508	403	494	537	517
RO ou EBIT	150	42	129	170	145
RL	42	-35	70	111	101

Fonte: Elaboração Própria

Segundo as demonstrações consolidadas dos resultados e de outro rendimento integral (Anexo – Tabela 8.7.), que constam nos relatórios de contas consolidadas da RENFE, e cujos principais valores destacamos na tabela anterior:

O VN entre 2015 e 2019, aumentou cerca de 899 M€, o que representa um crescimento de cerca de 28% face a 2015. Em 2019 o número total de passageiros da RENFE atingiu 510,5 milhões em 2019, mais 3,4 milhões do que no ano anterior, um aumento de 0,7%. O presidente da RENFE, Isaías Táboas, destacou a consolidação do crescimento da procura registado em 2019, e salientou que a empresa está em máximos recordes, "excedemos o número de clientes que antes da crise utilizavam os serviços comerciais da RENFE", segundo informações retiradas do site oficial da empresa.

As vendas e prestações de serviços em 2019, ascenderam a 2.559 M€ o que correspondeu a 62,5% do total do VN (Anexo - Tabela 8.8.), um aumento de 1,8 % em relação a 2018, principalmente devido ao aumento das receitas dos serviços de transporte de passageiros, que representaram 2.309 M€ do total e compensaram a queda das receitas do transporte de mercadorias e manutenção. (Anexo - Tabela 8.9.)

A segunda rubrica com maior peso no VN são as "Outras receitas de exploração" onde são incluídas o montante das subvenções recebidas de subsídios recebidos para serviços de transporte ferroviário de interesse público, no montante total de 1.386 M€, o que correspondeu a cerca de 33,9% do total do VN (Anexo - Tabela 8.8.). Estes rendimentos tem crescido ao longo dos últimos anos, principalmente devido ao aumento dos subsídios de exploração para a compensação de serviços da competência da *Administración General del Estado* (AGE) em obrigações de serviço público e devido aos efeitos do novo contrato assinado em 18/12/18, em vigor a partir de 1 de Janeiro de 2018, em virtude do qual, no cálculo da compensação não só está incluído o défice de serviços de transporte, mas também 3% das receitas de tráfego como lucro razoável, desde que o limite máximo anual de despesas contemplado no contrato não fosse excedido.

Em 2019, as rubricas de gastos com maior peso no VN da RENFE foram FSE, que absorveram 61,8%, seguido dos gastos com pessoal que tinham um peso no VN, de 23,3%, mas também o CMVMC que tinha um peso de 2,4%. (Anexo – Tabela 8.8.)

O EBITDA da RENFE em 2019, apresentou um valor de 517,1 M€, registando uma variação positiva de 8,6 M€ face ao ano anterior, o que corresponde a um aumento de cerca de 2%. Os gastos/reversões referentes a amortizações e depreciações, e as imparidades de investimentos depreciáveis/amortizáveis totalizaram o 371,8 M€, o que significa que o RO da entidade em 2019, registou um valor de 145,2 M€, representando uma quebra de 25,3 M€ face a 2018, que tinha sido de -170,3 M€.

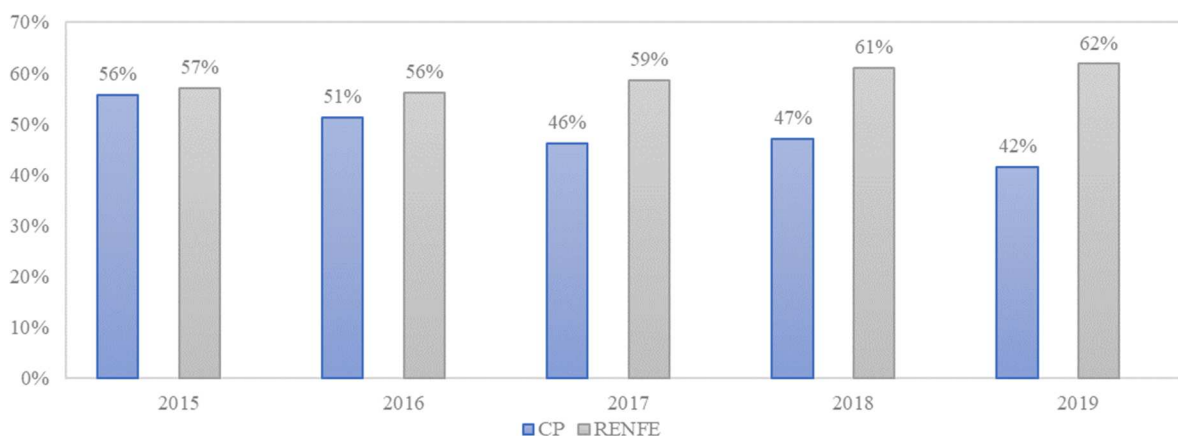
Em relação a 2015, o RO teve um ligeiro decréscimo de 3,5%, apesar do aumento do VN, esta situação deveu-se principalmente ao aumento dos gastos variáveis em 30%, bem como dos gastos fixos desembolsáveis em 28% (Anexo – Tabela 8.11.), devendo-se esta situação em grande parte a um aumento da rubrica de FSE, no valor 709 M€, o que representou um aumento de 39 %, face a 2015 (Anexo – Tabela 8.7.). O Valor desta rubrica ascendeu a 2.530 M€ no ano 2019, mais 3,5 % do que em 2018. Os itens mais significativos incluídos nesta rubrica são as taxas ferroviárias no valor de 1.272 M€, a manutenção de comboios na indústria privada no valor de 505 M€ e a energia de tração elétrica no valor de cerca de 240 M€. (Anexo – Tabela 8.12.)

Nos gastos com o pessoal esta rubrica registou o valor de 952 M€, o que representou um aumento de cerca de 4%, esta situação deveu-se em parte a um aumento do número médio de empregados que foi de 15.367 durante 2019, em comparação com 14.921 em 2018, mas também inclui, como nos anos anteriores, o plano de desvinculação voluntária e o plano de reforma parcial para 2020. Se a este valor acrescentarmos o aumento de 49% em gastos fixos não desembolsáveis, conseguimos perceber o porquê da diminuição do RO. (Anexo – Tabela 8.11.)

Por sua vez o RL cresceu cerca de 58 M€, o que representou um aumento de 137% face a 2015, apesar do RO ter decrescido face ao mesmo período, esta situação deveu-se a uma diminuição de 64% na rubrica de juros e gastos suportados, que em 2015 era de 117,1 M€, e em 2019 era 42,3 M€, o que representou uma diminuição de 74,8 M€, esta situação deveu-se basicamente como resultado da política de redução do endividamento e da política financeira ativa do Grupo RENFE, ao longo dos últimos anos, que aproveitaram a evolução das taxas de juro para renegociar as condições financeiras de alguns dos seus empréstimos. (Anexo – Tabela 8.7.)

4.2.3 Evolução e Impacto da rubrica de FSE no VN das Empresas CP e RENFE Operadora

Gráfico 4.2.3.1. Peso dos FSE no VN



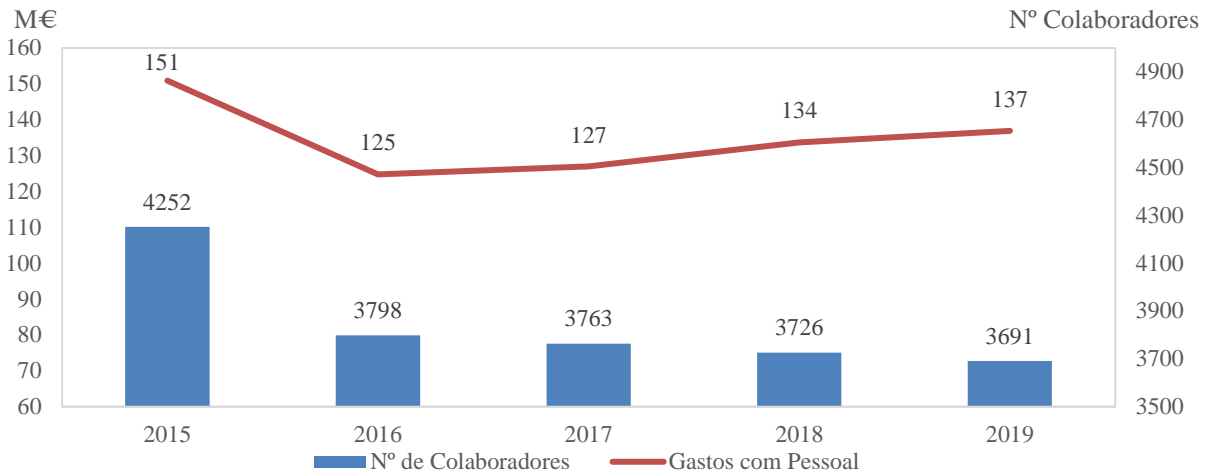
Fonte: Elaboração Própria

A rubrica com maior peso no VN em ambas as empresas, são os FSE, na CP em 2015, esta rubrica tinha um peso de 56%, e este valor tem vindo a diminuir até 2019, onde o valor é de 42%. Este decréscimo deve-se principalmente ao facto do VN ter crescido ao longo dos últimos anos, fruto do aumento no número de viajantes devido à diminuição do valor dos passes mensais, mas também devido ao recebimento de subsídios à exploração em 2019, conforme foi explicado anteriormente. A rubrica de FSE aumentou ligeiramente, cerca de 3 M€ entre 2015 e 2019 (Anexo – Tabela 8.2.), com o aumento de cerca de 97 M€ no VN, ao longo do mesmo período, fez com que o peso dos FSE no VN fosse decrescendo ao longo dos últimos 5 anos.

Por sua vez na RENFE, os pesos dos FSE no VN têm vindo a aumentar nos últimos anos, em 2015 este rácio tinha um peso de 57%, aumentando para 62% em 2019. Nos anos em análise, os FSE aumentaram cerca de 709 M€ (Anexo – Tabela 8.7.), grande parte deste aumento deve-se a taxas ferroviárias, que são cobradas pela ADIF pela utilização das infraestruturas ferroviárias. O efeito deste aumento não teve um maior impacto, devido ao aumento dos subsídios à exploração na VN ao longo dos últimos anos, o que atenuou esta subida no peso dos FSE no VN.

4.2.4 Evolução e Impacto da rúbrica de Gastos com Pessoal no VN das Empresas CP e RENFE Operadora

Gráfico 4.2.4.1. N° de Colaboradores VS Gastos com Pessoal - CP



Fonte: Elaboração Própria

De realçar que desde 2015 até 2019, o número de colaboradores tem vindo a decrescer de ano para ano, registando uma diminuição de cerca de 13% face a 2015, enquanto que por sua vez o valor desta rubrica de gastos com pessoal registou uma quebra de 9%.

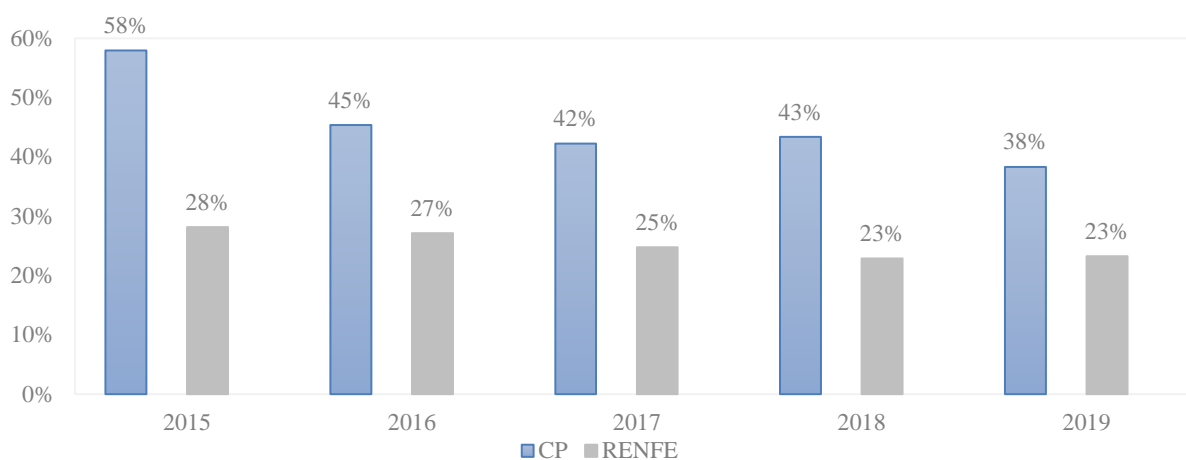
Em 2011, segundo o Anuário do SEE desse mesmo ano (o último anuário do SEE que se encontra disponível), a CP tinha um custo anual por trabalhador de 56.400 euros, comparando por exemplo com o custo anual médio de entidades no setor da saúde como por exemplo, Hospital de Faro, Centro Hospitalar Barreiro e do Montijo, ou o Centro Hospitalar do Médio Tejo, onde os valores do custo anual por trabalhador não ultrapassam os 30.000 euros, percebemos que os trabalhadores da CP tinham salários com excelentes condições na altura, comparando com outros setores, num país onde o custo anual médio por pessoa suportado pelas empresas rondava os 16.000 euros (segundo dados retirados do site pordata.pt).

Entre 2011 e 2014, os gastos com pessoal na CP, tal como as restantes empresas do SEE sofreram cortes devido a Portugal estar sob alçada do FMI, devido à crise financeira em que o país se encontrava. Só que com a saída da Troika do nosso país, no final de 2014 este valor voltou a aumentar devido à reposição dos cortes salariais.

Em 2015, os valores de gastos com o pessoal, segundo o relatório de contas consolidadas do grupo nesse ano, foram influenciados pelo resultado do reconhecimento em gastos com pessoal da responsabilidade decorrente de acordo celebrado com as organizações representativas dos trabalhadores relativo à integração dos abonos variáveis no conceito de remuneração usado para cálculo da retribuição de férias e subsídios de férias, tendo impacto de cerca de 27 M€ nesta rubrica.

Nos anos seguintes, houve um aumento no valor de gastos com pessoal, apesar do decréscimo de colaboradores, devido a acordos entre o estado português e as organizações representativas dos trabalhadores, referentes a reposições progressões nas carreiras, abonos e encargos com seguros.

Gráfico 4.2.4.2. Peso dos Gastos com Pessoal no VN



Fonte: Elaboração Própria

Ao compararmos o peso dos gastos com o pessoal com o VN, desde 2015 até 2019, percebemos que na RENFE que este valor que em 2015 era de 28%, diminuiu em 2019 para 23%, esta situação verificou-se devido aumento considerável no valor de subsídios à exploração. Em 2015, o valor deste tipo de subsídios era de 796 M€, tendo recebido 1.396 M€ em 2019, o que representa um acréscimo de 74% (Anexo – Tabela 8.7.). Por sua vez o valor dos gastos com pessoal aumentou cerca de 6% nos anos análise, e assim resultou este efeito de diminuição no peso dos gastos com pessoal.

Na CP este peso também tem vindo a diminuir ao longo dos anos analisados. Em 2015 este valor tem um peso de 58% no VN, conforme foi mencionado anteriormente este valor deve-se a correções em diversos subsídios o que fez com que o peso desta rubrica aumentasse nesse ano.

Nos restantes anos apesar do valor ser menor que em 2015, este valor é superior a 40% entre 2016 e 2018, e aqui reside um dos principais problemas operacionais da empresa, o elevado peso desta rubrica no VN, quando acrescentamos os gastos com FSE aos gastos com pessoal, o peso aumenta consideravelmente e fica a oscilar entre os 90% e os 114% no VN, o que significa que se acrescentarmos os restantes gastos do ciclo de exploração o RO é negativo. Em 2019, o peso dos gastos com pessoal em relação ao VN diminui, o que levou a empresa a obter um RO positivo, fruto do recebimento das indemnizações compensatórias, conforme mencionado no ponto anterior, esta diminuição não se deve a uma redução do valor de gastos com pessoal. Apesar destes custos serem elevados, tanto na CP como na RENFE, ambas só conseguem gerar RO positivos com o recebimento dos subsídios à exploração, demonstrando toda a importância destes tipos de apoios para a sustentabilidade económica das empresas.

4.2.5 Análise de Rendibilidade

4.2.5.1 Rendibilidade da Atividade do Volume de Negócios (VN)

$$\text{Rendibilidade Bruta do Volume de Negócios} = \frac{RB}{VN}$$

A Rendibilidade Bruta serve para medir o impacto dos gastos variáveis no VN, isto é, segundo Carrilho, Laureano, Pimentel e Prates (2008, p. 261), “quanto maior o valor deste rácio, menor o peso dos custos variáveis nos proveitos de exploração, ou seja, maior é o distanciamento relativo entre o preço de venda unitário e o custo variável unitário”.

$$\text{Rendibilidade Operacional do Volume de Negócios} = \frac{RO}{VN}$$

A Rendibilidade Operacional é o indicador que serve para medir o impacto dos gastos variáveis e dos gastos fixos no VN.

$$\text{Rendibilidade Líquida do Volume de Negócios} = \frac{RL}{VN}$$

A Rendibilidade Líquida é o indicador que serve para medir o impacto dos gastos variáveis, gastos fixos e dos gastos financeiros no VN.

4.2.5.2 Rendibilidade Operacional do ALT (ROALT)

$$\text{Rendibilidade Operacional ALT} = \frac{RO}{ALT}$$

Segundo Breia *et al.* (2014, p. 103), este indicador “identifica os resultados (antes de gastos financeiros, impostos sobre os lucros, e operações extraordinárias) por cada euro de ativo utilizado na exploração”.

4.2.5.3 Rendibilidade Líquida dos Capitais Próprios (RCP)

$$\text{Rendibilidade Líquida dos Capitais Próprios} = \frac{RL}{\text{Capitais Próprios}}$$

A RCP “avalia o nível de eficiência (no ano) de utilização de fundos próprios (resultados gerados por cada euro de capital próprio), segundo Breia *et al.* (2014, p. 103), reforçando ainda que “rendibilidades muito baixas poderão dificultar o reforço dos capitais próprios, aumentando eventualmente o risco de continuidade”. Reforçam os autores que “resultados positivos significam criação de valor”, e “uma RCP negativa representa a parte (%) do capital próprio perdido/destruído no exercício”.

Tabela 4.2.5.3.1. Rácios de Rendibilidades - CP

	2015	2016	2017	2018	2019
Rendib. Bruta VN	91%	92%	91%	92%	93%
Rendib. Operacional VN	-68%	-19%	-11%	-12%	1%
Rendib. Líquida VN	-107%	-52%	-37%	-34%	-15%
ROALT	-24%	-8%	-5%	-6%	1%
RCP	Sem Leitura	Sem Leitura	Sem Leitura	Sem Leitura	Sem Leitura

Fonte: Elaboração Própria

A Rendibilidade Bruta do VN nos anos em análise da CP, varia entre os 91% e os 93%, isto quer dizer que os gastos variáveis têm um peso no VN, que varia entre os 7 e os 9% ao longo de todo o exercício. Esta situação deve-se à empresa ser uma prestadora de serviços de transporte, e os seus inventários terem um peso diminuto no VN.

Quanto passamos à análise da Rendibilidade Operacional do VN, esta é negativa na maior parte do exercício, isto deve-se pelo facto dos gastos operacionais da empresa (gastos variáveis + gastos

fixos), serem superiores ao VN, com exceção do último ano. A empresa como é prestadora de serviços, os seus principais custos são os gastos fixos desembolsáveis, mais concretamente os gastos com pessoal e FSE. Quando acrescentamos aos gastos variáveis os gastos fixos, a empresa não tem VN suficiente para suportar os gastos operacionais da empresa, demonstrando que o principal problema da CP é no seu ciclo operacional.

A Rendibilidade Líquida do VN é negativa ao longo de todo o exercício, isto deve-se ao facto de a empresa já ter um RO negativo, agravando-se ainda mais pelo acréscimo dos gastos financeiros, esta rubrica nos anos em análise teve um peso no VN que variou entre os 16% e os 39%, o que por sua vez, tornaram os RL ainda mais negativos. Os encargos financeiros na CP acabaram por ter um impacto bastante negativo, uma vez que como a empresa não recebeu os subsídios à exploração, teve de contrair empréstimos junto da banca para se financiar, que por sua vez geraram juros, deteriorando o RL. Apesar disso a rendibilidade líquida da empresa tem melhorado apesar de continuar sempre negativa, isto deve-se pelo facto de a empresa ter feito o acordo com o Estado Português em 2015, descrito em item próprio da análise financeira em que a empresa ao longo dos anos foi diminuindo os seus financiamentos obtidos junto da Banca e o que levou a que rubrica de juros suportados tivesse uma quebra significativa até 2019.

Ao analisarmos o RCP da CP, este é positivo ao longo dos 5 anos do estudo, mas o valor deste rácio acaba por ser enganador, porque este valor ao ser positivo indica que a CP está a criar valor, o que é falso, uma vez que tanto o RL, como os Capitais Próprios da empresa são negativos ao longo de toda a análise, o que demonstra que a CP não tem qualquer rendibilidade, isto é, o valor deste rácio é algebricamente positivo, mas analiticamente negativo, pelo que o consideramos sem leitura.

Tabela 4.2.5.3.2. Rácios de Rendibilidades – RENFE

	2015	2016	2017	2018	2019
Rendib. Bruta VN	98%	97%	98%	98%	98%
Rendib. Operacional VN	5%	1%	4%	4%	4%
Rendib. Líquida VN	1%	-1%	2%	3%	2%
ROALT	2%	1%	2%	2%	2%
RCP	1%	-1%	2%	4%	3%

Fonte: Elaboração Própria

A Rendibilidade Bruta na RENFE reflete a mesma situação que na CP, o baixo peso dos gastos variáveis no VN que ronda os 2% e os 3%, devido também ao baixo peso no valor dos inventários.

Na Rendibilidade Operacional, quando acrescentamos o peso dos gastos fixos aos gastos variáveis percebemos, que a RENFE com o seu VN consegue absorver todos os seus gastos operacionais, tendo uma rendibilidade baixa ao longo de todo o exercício, mas sempre positiva, apesar dos seus gastos fixos variarem os 93 e os 96%.

Por últimos quando acrescentamos os gastos financeiros temos uma rendibilidade líquida baixa, mas sempre positiva, com exceção de 2016, em que Rendibilidade Operacional foi de 1% e aos acrescentarmos o resultado financeiro, a rendibilidade líquida anual foi negativa.

Em 2019, por cada euro investido nos capitais próprios da RENFE é esperado que se obtenha 3 cêntimos de lucro. O RCP da empresa acaba por ser baixo, mas ainda assim é positivo ao longo dos cinco anos (com exceção de 2016, em que o valor é negativo), esta situação deve-se principalmente ao elevado valor de capitais próprios da empresa, demonstrando a sua solidez, e revelando que a empresa não tem qualquer problema de risco de continuidade.

4.2.5.4 Modelo Aditivo da Rendibilidade de Capitais Próprios

O Modelo Aditivo, segundo Breia *et al.* (2014, p. 153), “deriva dos modelos *Dupont* e estudos complementares realizados na primeira parte do século XX. Estes estudos foram desenvolvidos na fase pós Grande Depressão dos anos 30 e posteriormente na segunda metade do século XX”.

Ainda segundo Breia *et al.* (2014, p. 153), o “modelo aditivo de análise da rendibilidade de capitais próprios considera que a rendibilidade atribuída aos sócios resulta de:

1. rendibilidade dos capitais totais investidos ou rendibilidade económica do ativo;
2. adicionada (subtraída), do ganho ou perda associados à utilização de capital alheio;
3. deduzidos os resultados anteriores de taxa efetiva de imposto sobre os resultados.”

Originando assim, a seguinte fórmula:

$$RCP = [ROALT + \frac{Passivo\ Total\ (PT)}{Capitais\ Próprios} * (ROALT - i)] \times (1 - t)$$

$$ROALT = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Liquido Total}}$$

$$i = \frac{\text{Juros e Gastos com financiamentos suportados}}{\text{Passivo Total}}$$

$$t = \frac{\text{Imposto sobre os resultados}}{\text{Resultado antes de imposto}}$$

O modelo aditivo de análise da rentabilidade de capitais próprios, tem como principal função ser um complemento da análise da área financeira, fazendo uma comparação entre o i e o ROALT.

Quando o $ROALT < i$, segundo Breia *et al.* (2014, p. 155), “cada euro de passivo utilizado representará uma perda a subtrair à rentabilidade económica”, existindo “neste caso um incentivo ao aumento de capitais próprios, como forma de reduzir as consequências negativas”.

Ainda segundo os mesmos autores, se $ROALT > i$, “existirá pelo contrário, eventual incentivo ao aumento do passivo”, mas reforçando “que quanto mais elevado o passivo, maiores serão os riscos financeiros associados a eventuais restrições ao acesso/renovação de crédito e custos inerentes”.

Tabela 4.2.5.4.1. Comparação entre ROALT e i – CP

	2015	2016	2017	2018	2019
ROALT	-24,4%	-8,0%	-5,3%	-6,2%	0,8%
i	2,8%	2,7%	2,7%	2,4%	2,4%

Fonte: Elaboração Própria

Ao analisarmos as taxas de financiamento da CP, conclui-se que, como o i é superior ao ROALT ao longo dos anos em análise, a taxa de juro que a empresa está a pagar pelo seu passivo é demasiado alta, assim em investimentos futuros a CP deve-se financiar através de capitais próprios em vez de se financiar através de capitais alheios ou então não investir, caso contrário, se continuar-se a financiar através de capitais alheios a CP irá estar a deteriorar valor.

Esperança e Matias (2009, p. 272), afirmam que Modigliani e Miller (1963) “demonstraram que o endividamento acresce valor á empresa através do benefício fiscal decorrente dos juros, por isso, quanto maior o valor da dívida maior o benefício fiscal”, conforme já tinha sido mencionado no capítulo 2.1.2.

No capítulo inicial onde são abordadas as teorias de estrutura de capital, Durand (1952), Corredor e Vargas (2011), avançavam que a estrutura de capital ótima só poderia ser atingida com uma utilização prudente dos capitais alheios.

“O problema do endividamento excessivo e do seu efeito no valor da empresa foi levantado precisamente quando começaram a ser analisadas as imperfeições do mercado de capitais”, acrescentam Esperança e Matias (2009, p. 273).

Por último Esperança e Matias (2009, p. 273), reforçam que “o endividamento excessivo pode afetar negativamente o valor da empresa em diversas situações”, como são por exemplo que “a empresa não dispõe de lucro tributável que lhe permita gozar do benefício fiscal dos juros”, e que “a empresa incorre na maior probabilidade de incumprimento das suas obrigações relacionadas com a dívida, e conseqüentemente nos custos associados” e que a “empresa dispõe de pouca flexibilidade financeira”.

A CP comprova que Durand (1952), Esperança e Matias (2009), Corredor e Vargas (2011), Breia *et al.* (2014), estavam corretos, uma vez que a partir de determinada fase, em que a empresa entra em sobre-endividamento, com uma rentabilidade de capitais próprios negativa e com uma estrutura de capitais má, as taxas de juro suportadas, aumentam até determinado ponto, que o valor da empresa em vez de estar a ser maximizado começa a deteriorar-se cada vez mais, isto é o recurso a capital alheio de forma excessiva é prejudicial à empresa, contrariando a teoria de MM.

Tabela 4.2.5.4.2. Comparação entre ROALT e i – RENFE

	2015	2016	2017	2018	2019
ROALT	1,7%	0,5%	1,6%	2,0%	1,7%
i	2,1%	1,8%	1,2%	1,0%	0,8%

Fonte: Elaboração Própria

Por sua vez na RENFE, nos últimos 3 anos analisados, o i é inferior ao ROALT, assim demonstrando que a taxa de juro é baixa e que a empresa se deve continuar a financiar investimentos futuros com recurso a capitais alheios.

4.2.6 Análise dos riscos internos da empresa

4.2.6.1 Risco Económico – Teoria CVR

Segundo Esperança e Matias (2009, p. 70), a teoria Custo-Volume-Resultado (CVR) “pretende fornecer os indicadores necessários para que o analista confronte os resultados de exploração de uma empresa com o seu nível de atividade”. Segundo os mesmos autores, os pressupostos desta teoria são:

1. Separação entre custos variáveis e fixos;
2. Os custos fixos são constantes ao longo do tempo;
3. Os custos variáveis são proporcionais ao nível da atividade;
4. A proporção de cada produto fabricado mantém-se mesmo que ocorram alterações ao nível da atividade;
5. O preço de venda é estável ao longo do tempo;
6. Não existe formação de qualquer tipo de stocks.

Concluindo que na “Teoria CVR, os resultados de exploração de uma empresa resultam das vendas realizadas deduzidas dos custos variáveis e dos custos fixos de exploração.”

Os quatro indicadores utilizados na teoria CVR são os seguintes:

1. O Ponto Morto Económico (PME), para Esperança e Matias (2009, p. 71), este “indicador regista o nível de atividade, em quantidade e valor, em que os resultados de exploração são nulos”.

$$PME, em valor = \frac{Gastos\ Fixos}{MB\%}$$

$$PME, em quantidade = \frac{Gastos\ Fixos}{preço\ de\ venda\ unitário - custo\ variável\ unitário}$$

2. A Margem de Segurança (MS), para Breia *et al.* (2014, p. 195), trata-se da “diferença entre o VN efetivamente registado e o ponto morto operacional”, rematando que a “MS positiva (RO > 0) identifica a queda (máxima) percentual do VN que a empresa pode registar sem

ficar abaixo do limiar do PME (em que RO=0). Uma queda superior a essa percentagem implicará RO <0.”

$$MS = \frac{EBIT}{MB}$$

3. O Grau de Alavanco Operacional (GAO), segundo Breia *et al.* (2014, p. 193), “este rácio serve para “avaliar efeito no RO de uma variação percentual nas vendas”, afirmando também que quanto “mais elevado o GAO, maior será a repercussão no RO, logo: maior risco operacional”.

$$GAO = \frac{MB}{EBIT}$$

4. A Margem Bruta (MB) (%), é um rácio de risco operacional que “representa a percentagem remanescente das vendas após dedução dos gastos variáveis”, e tratando-se “de um indicador primário e incompleto do risco operacional, dado não fornecer qualquer indicação sobre o montante dos gastos de estrutura”, representando apenas “a capacidade das vendas (após dedução dos gastos variáveis) para absorver os gastos de estrutura”, segundo Breia *et al.* (2014, p. 189).

$$MB\% = \frac{MB}{VN}$$

4.2.6.2 Risco Financeiro

Segundo Carrilho *et al.* (2008, p. 269), o risco financeiro “pode ser entendido como a probabilidade da empresa não conseguir cobrir todos os seus resultados financeiros através do resultado económico apurado, o que conduziria a um RAI e RL negativos”, juntando ainda que “associado ao conceito de risco financeiro é possível ainda calcular o GAF”, que é calculado da seguinte forma:

$$GAF = \frac{RO}{RAI}$$

4.2.6.3 Risco Global (Económico e Financeiro)

O risco global resulta “da conjugação do risco operacional e financeiro, avaliando a sensibilidade dos resultados antes de impostos às variações do VN (continuam subjacentes os pressupostos do GAO e do GAF – rigidez dos gastos fixos, da percentagem dos gastos variáveis e dos gastos financeiros)”, segundo Breia *et al.* (2014, p. 197).

$$GAC = GAO \times GAF$$

Breia *et al.* (2014, p. 198), ressaltam que estes rácios não se tratam de uma “poção mágica”, não constituindo um diagnóstico em si, são um meio de auxiliar de diagnóstico importante, desde que o analista não se abstraia das limitações identificadas e não perca a capacidade crítica”.

Tabela 4.2.6.3.1. Rácios Riscos internos da empresa - CP

	2015	2016	2017	2018	2019
GAO	-1,3	-4,7	-8,1	-7,7	73,3
MS	-74%	-21%	-12%	-13%	1%
MB%	91%	92%	91%	92%	93%
PME	454	334	337	348	352
GAF	Sem leitura	Sem leitura	Sem leitura	Sem leitura	-0,1
GAC	-0,9	-1,8	-2,5	-2,7	-6,4

Fonte: Elaboração Própria

O risco, neste contexto interno da atividade empresarial, é a possibilidade de a empresa ter resultados negativos, como na CP entre 2015 e 2018, a empresa apresenta RO negativos, isto é, os gastos são superiores aos proveitos, poder-se-á inferir que o risco operacional já se efetivou, porque os problemas já estão a decorrer. Durante este período, a empresa apresenta uma MS negativa, o que demonstra que a empresa tem um VN inferior ao PME, isto é o $RO < 0$. Esta situação deve-se principalmente ao peso dos gastos fixos que durante estes quatro anos são superiores ao VN gerados pela empresa, os gastos com pessoal e FSE absorvem tem um peso entre 90 e 110 % no VN, o que explica o RO negativo. Em 2019, foi o primeiro ano que o RO foi positivo, esta situação deveu-se principalmente á variação no valor de subsídios à exploração recebido do Estado Português a título de indemnizações compensatórias, como foi explicado anteriormente, que registou um aumento de 40 M€ face a 2018. Mas mesmo assim em 2019, os problemas mantiveram-se, uma vez que os seus gastos fixos ainda representaram 90% do VN, o

seu GAO é muito elevado e a sua MS quase nula, o que por sua vez demonstra toda a fragilidade económica da CP.

A nível de risco financeiro, este é afetado pelo fato da empresa não conseguir gerar RO nos primeiros 4 anos da análise, logo os resultados financeiros não podem ser absorvidos pelo RO porque este é já negativo. Em 2019 é o único ano em que o RO é positivo, mas como este é tão baixo, não tem capacidade para absorver o valor referente aos juros suportados, e assim o RAI acaba por ser negativo ao longo de toda a análise.

O risco global da CP combina o risco financeiro e o risco económico. Devido á fragilidade económica da CP, pelos seus elevados custos de exploração podemos apurar que os principais problemas da CP são de natureza económica. A partir de 2015, as suas necessidades de financiamento passaram ser supridas com o apoio do Estado Português em vez de empréstimos bancários “tradicionais” (o que levou a que os juros suportados tivessem decrescido ao longo de todo o exercício). Os RO da empresa continuaram negativos ou serem bastantes baixos, pelo que a empresa continuou a ter RL negativos e a deteriorar as suas contas, mesmo com o aliviar dos encargos financeiros referidos acima.

Tabela 4.2.6.3.2. Rácios Riscos internos da empresa - RENFE

	2015	2016	2017	2018	2019
GAO	20,7	75,0	27,3	22,9	27,5
MS	5%	1%	4%	4%	4%
MB%	98%	97%	98%	98%	98%
PME	3040	3194	3476	3827	3944
GAF	3,1	-1,0	1,8	1,4	1,3
GAC	63,8	-77,0	49,6	32,3	35,4

Fonte: Elaboração Própria

Na análise de risco económico da RENFE podemos perceber que o seu GAO ao longo dos cinco anos da análise é muito elevado, este valor revela que a empresa tem um grande risco operacional, logo a sua MS, como é inversamente proporcional, é muito baixa, o que indica que a empresa está a produzir um VN ligeiramente superior ao PME nos anos em análise, e uma variação negativa acima de 5% no VN, levaria a que a RENFE tivesse um RO negativo. Esta situação deve-se ao grande peso que os gastos fixos na MB, os gastos fixos em relação ao VN, tem um peso que varia entre os 90% e 96% ao longo dos cinco anos analisados. Nos gastos fixos desembolsáveis as

rubricas com maior peso são os gastos com pessoal e os FSE, absorvem entre 83% e 85% do valor do VN do Grupo RENFE. Nos FSE as rubricas com maior peso são como foi mencionado anteriormente, as taxas que são cobradas pela ADIF pela utilização das infraestruturas ferroviárias, a manutenção de comboios na indústria privada e a energia de tração.

Por sua vez no risco financeiro da RENFE, através do GAF conseguimos perceber que este era elevado nos primeiros dois anos da análise, em 2016, o RO não conseguia absorver a totalidade dos resultados financeiros levando a um RAI negativo. A partir de 2017, o GAF tem vindo a diminuir, atingindo em 2019, o valor de 1,3, o que podemos considerar um valor razoável. Este decréscimo deveu-se á diminuição dos gastos financeiros da empresa, basicamente como resultado da política de redução do endividamento e da política financeira ativa do Grupo RENFE, ao longo dos últimos anos, que aproveitaram a evolução das taxas de juro para renegociar as condições financeiras de alguns dos seus empréstimos.

O risco global da RENFE é verificado pela conjugação do risco operacional e do financeiro, e assim podemos considerar que este valor é elevado, apesar do risco financeiro ter decrescido ao longo dos últimos anos, o seu risco económico é muito elevado ao longo dos cinco anos da análise (devido ao grande peso gastos fixos desembolsáveis no VN da empresa), o que leva a que o risco combinado seja elevado.

4.2.7 Síntese da Análise Económica e Sustentabilidade Económica

Segundo Breia, Dias e Pinheiro (2016, p. 14), “a primeira linha de sustentabilidade passará pela existência de resultados operacionais positivos de forma continuada (sob pena de que, mesmo anulando a totalidade do passivo, os RL tenderão a ser negativos).”

Ao longo do estudo de caso a CP apresenta RO negativos (com exceção do último ano), e logo por sua vez também apresenta RL negativos ao longo do exercício. O peso dos gastos variáveis não tem grande relevância nestes resultados uma vez que a empresa como é prestadora de serviços de transporte, a rubrica de inventários não tem grande expressão nas contas da empresa.

É nos gastos fixos que reside um dos principais problemas da CP, uma vez que entre 2015 e 2018, os gastos operacionais (gastos com o pessoal somados aos gastos de FSE, absorvem grande parte do VN ao longo de todos os anos, valores superiores a 90%, chegando por vezes a ser superiores

ao VN da empresa), são superiores ao VN da empresa, levando a uma rentabilidade económica negativa continuada demonstrando que a empresa não tem sustentabilidade económica.

Outro dos fatores que contribuíam para os elevados resultados líquidos negativos da CP nos últimos anos, era o alto valor de encargos financeiros que a empresa suportava devido ao seu elevado endividamento. Devido ao acordo celebrado com o estado português em 2014, tendo em vista a redução do endividamento do passivo remunerado da empresa, a empresa tem vindo a reduzir todos os anos o valor de juros e gastos similares suportados, um fator importante para a melhoria do seu resultado líquido.

Para que a empresa tenha sustentabilidade económica, isto é, resultados operacionais positivos de forma continuada, é necessário que os custos operacionais sejam inferiores ao VN (tal como aconteceu em 2019), aqui é demonstrada a importância da redução do peso com gastos com pessoal e FSE na entidade, se possível, bem como o reforço dos subsídios à exploração, demonstrando a relevância do contrato serviço público assinado a 10 anos com o estado português, de forma a equilibrar os resultados da CP e gerar o RO positivo e de forma continuada.

Estes são pontos fundamentais para a inversão de tendência de evolução económica da CP, de forma a que a empresa consiga gerar RL positivos, numa primeira fase como mencionado anteriormente a empresa produzir um RO positivo e de forma continuada, que este consiga suportar os encargos financeiros de forma a que empresa consiga obter RL positivo.

Por sua vez, a RENFE ao contrário da CP, consegue gerar RO positivos de forma continuada ao longo de todo o estudo de caso, demonstrando que a empresa tem maior sustentabilidade económica. Tal como na CP, os gastos variáveis na RENFE não tem grande relevância em relação ao seu VN, mas a diferença em relação à empresa portuguesa é que após acréscimo dos gastos fixos, o valor do RO é positivo, isto deve-se em grande parte ao peso que os subsídios à exploração têm no VN da entidade espanhola, demonstrando a importância destes apoios em ambas as entidades.

4.3 Análise Financeira

4.3.1 Acordo entre o Estado Português e a CP em 2015

Segundo informações retiradas do seu relatório de contas consolidados, no que ao financiamento diz respeito, o Grupo CP em 2015, foi integrado no perímetro de consolidação do Orçamento de Estado, deixando assim de recorrer a empréstimos junto a instituições de crédito, sendo que as suas necessidades de financiamento passaram ser supridas com o apoio do Estado Português, conforme estipulado na legislação em vigor para as Empresas Públicas Reclassificadas (EPR).

Devido a esta situação em 2019, foram realizados pelo Estado Português aumentos de capital, no valor de 28,5 M€, e foi também realizada uma entrada de capital no valor 518,6 M€, para cobertura de resultados transitados.

Em 2019, a dívida remunerada do Grupo CP, apresentou uma diminuição de cerca de 520,6 M€ em relação ao ano anterior, devendo-se esta variação em grande parte à amortização parcial dos empréstimos 20,7 M€ e da amortização total do empréstimo obrigacionista no valor de 500 M€.

4.3.2 Análise do Balanço: Investimento e Estrutura Financeira das Empresas

Tabela 4.3.2.1. Dados do Investimento e Estrutura Financeira - CP (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
ANC	618	572	543	504	482
AC	107	96	87	86	114
ALT	726	668	629	590	596
CPr	-3.162	-2.651	-2.246	-2.272	-1.777
PNC	3.065	2.641	2.228	1.319	813
PC	822	678	647	1.543	1.560
TOF	726	668	629	590	596

Fonte: Elaboração Própria

O Ativo Líquido Total (ALT) da CP em 2015 era de 726 M€, este valor decresceu cerca de 18% até 2019, para 596 M€, tendo este valor sido financiado pelo Total Origem de Fundos (TOF) ou Estrutura de Capital, ou seja, pelo Capital Próprio conjugado com o Endividamento Total da Empresa.

O decréscimo no ALT deve-se principalmente à diminuição do valor da rubrica de ativos fixos tangíveis (este campo tinha um peso de cerca 81% no valor total dos ativos em 2015, e cerca de 74 % em 2019, como podemos verificar na tabela abaixo), esta quebra de cerca de 25%, deve-se principalmente a uma clara falta de investimento em AFT, nos últimos anos por parte da CP conjugada com as depreciações dos principais ativos da empresa.

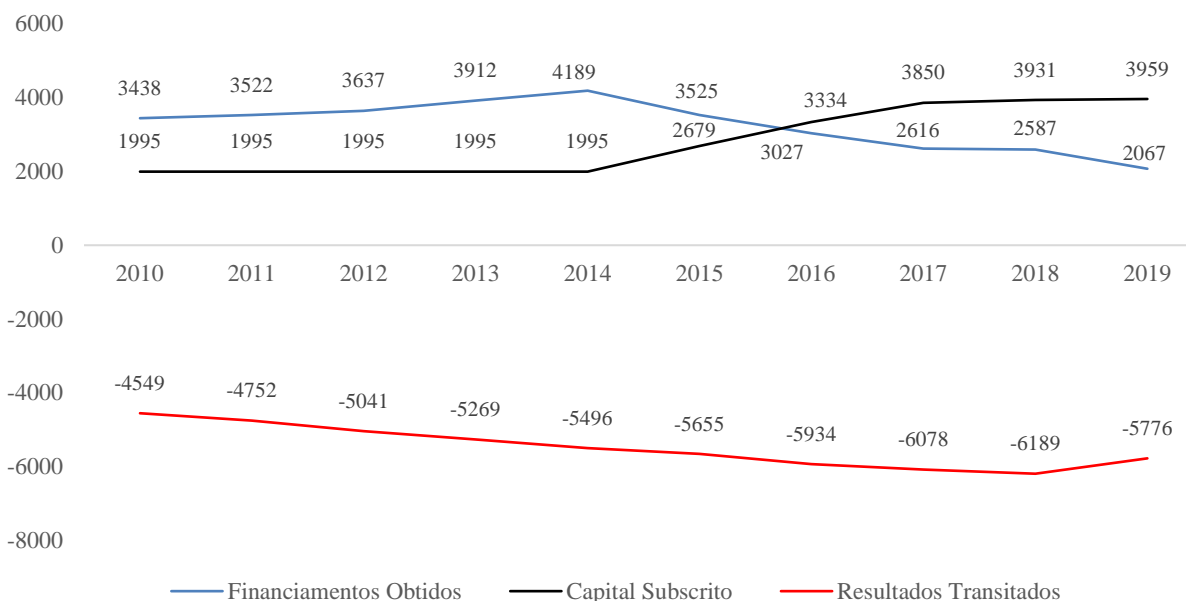
Tabela 4.3.2.2. Peso das principais rubricas - CP (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
AFT	587	543	513	473	438
ALT	726	668	629	590	596
Peso dos AFT no ALT	80,9%	81,3%	81,5%	80,2%	73,5%
Financiamentos Obtidos	3.525	3.027	2.616	2.587	2.067
Passivo Total (PT)	3.888	3.319	2.875	2.861	2.372
Peso dos Financiamentos Obtidos no PT	90,7%	91,2%	91,0%	90,4%	87,1%

Fonte: Elaboração Própria

O valor total de passivo que era 3.888 M€ em 2015, decresceu cerca 39%, para 2.372 M€ no ano de 2019. Esta diminuição deveu-se principalmente pelo facto da maior rubrica do passivo, os financiamentos obtidos (representam cerca de 90% do passivo), terem diminuído cerca de 1.459 M€ nos anos em análise, devido ao acordo celebrado com o estado português, mencionado anteriormente.

Gráfico 4.3.2.3. Capital Subscrito Vs Financiamentos Obtidos - CP (M€)



Fonte: Elaboração Própria

Analisando mais ao pormenor esta questão referente à diminuição do passivo, podemos perceber que 2014 foi o ano chave pois, é neste ano que foi acordado entre a CP e o Estado Português um acordo de médio longo prazo, tendo em vista a diminuição do passivo (antes da celebração deste contrato os financiamentos obtidos pela CP eram realizados junto da Banca Nacional e do próprio Estado, o que levava a um aumento contínuo da rubrica de financiamentos obtidos), aumentando por sua vez o capital subscrito da CP.

Se analisarmos o quadro acima, verificamos que o Estado entre 2014 e 2019 fez consecutivos aumentos de Capital na CP (no total 1.964 M€, aumentando cerca de 98% do capital subscrito, desde 2014), sendo que por sua vez o valor da rubrica de total de financiamentos obtidos decresceu cerca 2.122 M€, uma diminuição de cerca de 51% desde 2014. O que levou por sua vez a uma grande redução de gastos financeiros, em 2014 este valor era aproximadamente de 208 M€, tendo este valor reduzido para cerca de 56 M€ em 2019, o que representou que a redução dos financiamentos obtidos levou a um decréscimo de 73% em gastos financeiros.

Basicamente, foram feitas sucessivas injeções de capital na CP, que serviram para reconversão de créditos em capital próprio.

Tabela 4.3.2.4. Comparação Capital Subscrito e Financiamentos Obtidos - CP (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
Capital Subscrito	2.679	3.334	3.850	3.931	3.959
Resultados Transitados	-5.655	-5.934	-6.078	-6.189	-5.776
Total Capital Próprio	-3.162	-2.651	-2.246	-2.272	-1.777
Financiamentos Obtidos	3.525	3.027	2.616	2.587	2.067
PT	3.888	3.319	2.875	2.861	2.372
Juros e gastos suportados	108	88	77	68	56
Taxa de juro média	3,1%	2,9%	2,9%	2,6%	2,7%

Fonte: Elaboração Própria

A rubrica com maior peso no capital próprio da CP, não é o seu capital subscrito apesar das consecutivas injeções de capital desde 2014, mas são sim os Resultados Transitados (em 2019 este valor ultrapassa os 5.776 M€ negativos), este valoré proveniente de um acumular de décadas de RL negativos.

Ao compararmos o total do passivo com os resultados transitados percebemos que até 2014, o aumento do valor negativo dos resultados transitados está ligado ao aumento do financiamento por parte da CP, quanto mais prejuízos tem, mais a empresa precisa de recorrer a empréstimos, e por sua vez, maior é o seu passivo.

A partir de 2015, devido ao acordo mencionado anteriormente, o valor do passivo começa a decrescer enquanto os resultados transitados continuam a degradar-se (com exceção de 2019, em que foi realizada pelo Estado Português, segundo o relatório e contas consolidado da empresa, uma operação de entrada de capital, no valor de 519 M€para cobertura de resultados transitados. Este valor foi utilizado para reembolso exclusivo do empréstimo obrigacionista com vencimento no mês de outubro desse ano e dos respetivos encargos financeiros).

Logo aqui, percebe-se claramente que o problema da CP decorria do seu ciclo de exploração, pois não conseguia obter RL positivos, mesmo quando os seus gastos financeiros e o seu passivo tinham vindo a diminuir (levando por sua vez a uma diminuição da taxa de juro média de 3,1% em 2015 para 2,7% em 2019), o valor dos seus resultados transitados continuavam a degradar-se, assim sendo o seu passivo poderia continuar a decrescer ano após ano, se a CP não corrigisse os seus problemas do seu ciclo de exploração e não começasse a obter RO positivos contínuos e sustentáveis, os capitais próprios da empresa iriam se continuando a deteriorar.

Tabela 4.3.2.5. Dados do Investimento e da Estrutura Financeira - RENFE (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
ANC	6.808	6.691	6.717	6.685	6.620
AC	1.820	1.176	1501	1.953	2.022
ALT	8.627	7.866	8.219	8.638	8.642
CPr	2.985	2.946	3.025	3.132	3.237
PNC	4.429	3.829	3.720	3.237	3.634
PC	1.213	1.091	1.474	2.269	1.771
TOF	8.627	7.866	8.219	8.638	8.642

Fonte: Elaboração Própria

O ALT da RENFE em 2015 era de 8.627 M€, este valor teve um ligeiro crescimento até 2019, para 8.642 M€, tendo este valor sido financiado pelo TOF, no mesmo valor, ou seja, Capital Próprio conjugado com Endividamento Total, como no caso da CP analisado anteriormente.

As variações que ocorreram na estrutura de capitais da empresa foram a nível temporal, isto é, enquanto o ativo de curto prazo sofreu um aumento de cerca de 202 M€, o ativo de longo prazo sofreu uma quebra de 188 M€.

Esta descida deveu-se principalmente a uma descida no valor de AFT, devido às depreciações dos principais ativos da empresa. Por outro lado, o passivo de curto prazo aumentou cerca de 558 M€ e os Capitais Próprios aumentaram 252 M€, no sentido contrário o passivo de longo prazo sofreu uma diminuição de 795 € M€.

Estas situações são resultado da política de redução do endividamento e da política financeira ativa do Grupo RENFE, ao longo dos últimos anos, que aproveitaram a evolução das taxas de juro para renegociar as condições financeiras de alguns dos seus empréstimos.

Tabela 4.3.2.6. Peso das principais rubricas - RENFE (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
AFT	6.532	6.406	6.343	6.266	6.180
ALT	8.627	7.866	8.219	8.638	8.642
Peso dos AFT no Total Ativo	75,7%	81,4%	77,2%	72,5%	71,5%
Financiamentos Obtidos	4.772	4.079	4.213	4.488	4.321
PT	5.642	4.920	5.194	5.506	5405
Peso dos Financiamentos Obtidos no PT	84,6%	82,9%	81,1%	81,5%	79,9%

Fonte: Elaboração Própria

O rácio de autonomia financeira (AF), “permite observar qual o peso do capital próprio no financiamento total das aplicações ou do ativo da empresa”, assim sendo “quanto maior for este rácio maior é a solidez financeira da empresa e maior será a sua capacidade para cumprir com a palavra “dada” aos credores”, segundo Esperança e Matias (2009, p. 68). Estes autores afirmam também que “os especialistas tendem a sugerir que o nível de 33,33%, ou seja, o capital próprio deve representar um terço do ativo”. Mas este valor de percentagem não é completamente consensual, existem analistas que acham que este valor deve ser maior, outros consideram que valores menores aos 33,33% são aceitáveis, serão sempre necessárias outras análises auxiliares para complementarem este rácio.

$$AF = \frac{\textit{Capital Próprio}}{\textit{Ativo Liquido Total}}$$

O Rácio de Endividamento é um indicador que tem o intuito de verificar qual o peso que o passivo tem sobre o ALT da empresa, procura assim avaliar o risco de não pagamento de dívida da entidade perante terceiros. Este rácio é analisado em conjunto com a AF uma vez que ambos somados totalizam 100%.

$$\textit{Endividamento} = \frac{\textit{Passivo Total}}{\textit{Ativo Liquido Total}}$$

Por último, a Solvabilidade Total, segundo Esperança e Matias (2009, p. 68), “permite avaliar a estrutura de financiamento da empresa, colocando em evidência a proporção dos capitais investidos sócios/accionistas face aos capitais provenientes de entidades externas (capitais alheios)”, os autores consideram também que “o valor recomendado para este rácio é, geralmente de 50%”.

$$\textit{Solvabilidade Total} = \frac{\textit{Capital Próprio}}{\textit{Passivo Total}}$$

Tabela 4.3.2.7. Rácios referentes à estrutura capital - CP

	2015	2016	2017	2018	2019
Autonomia Financeira	-436%	-397%	-357%	-385%	-298%
Endividamento	536%	497%	457%	485%	398%
Solvabilidade Total	-81%	-80%	-78%	-79%	-75%

Fonte: Elaboração Própria

Em 2019 o total do Passivo da CP era 4 vezes maior que o total do Ativo (rácio de endividamento, sempre superior a 398% ao longo do todo o período em análise), percebemos assim que a empresa não tem capacidade para liquidar o seu passivo caso recorresse ao seu ativo, e que a CP se encontra em falência técnica pelo menos no período compreendido entre 2015 e 2019.

Apesar da CP nos anos em análise, ter melhorado ligeiramente a sua AF, ou seja, ter tornado menos negativo o valor do seu indicador, bem como melhorado o seu rácio de endividamento (resultado do contrato com o estado português feito em 2014, devido á conversão de passivo em capitais próprios), verificamos que a sua AF ainda é bastante negativa, efeito dos capitais próprios muito negativos da empresa e fruto de muitos anos de RL negativos, que fizeram com que os resultados transitados, ano após ano, fossem-se degradando as suas contas, e a empresa necessitasse de aumentar o seu rácio de endividamento para fazer face ás suas dívidas e ás necessidades do seu ciclo de exploração.

Logo, devido a esta situação o seu rácio de solvabilidade também é negativo, demonstrando que a empresa não tem qualquer capacidade de liquidar o seu passivo caso recorresse aos seus capitais próprios.

Segundo os dados retirados dos estudos da central de balanço do BdP (2021), na análise setorial das sociedades não financeiras, em 2019, a AF média destas empresas foi de 37% mais 1 pp do que em 2018, e mais 6 pp do que em 2010, demonstrando que as empresas têm uma preocupação no reforço dos seus capitais próprios, substituindo os empréstimos bancários por entradas de capital através de capitais de risco.

Tabela 4.3.2.8. Rácios referentes à estrutura capital - RENFE

	2015	2016	2017	2018	2019
Autonomia Financeira	35%	37%	37%	36%	37%
Endividamento	65%	63%	63%	64%	63%
Solvabilidade Total	53%	60%	58%	57%	60%

Fonte: Elaboração Própria

Os Capitais Próprios da RENFE, em 2019, são suficientes para financiar cerca de 37% do ALT da empresa, o que podemos considerar uma AF bastante razoável, logo por estarem inversamente ligados, por sua vez o endividamento acaba por não ser muito elevado. A empresa demonstra um

bom índice de solvabilidade total, isto é, caso recorresse aos seus capitais próprios, em 2019, conseguiria liquidar 60% do total do seu passivo.

4.3.3 Análise do equilíbrio financeiro (Médio Longo Prazo e Curto Prazo)

Segundo Carrilho *et al.* (2008, p. 79), a “análise do equilíbrio financeiro da empresa é particularmente importante para efeitos de determinação do nível do Capital Próprio, da estrutura de financiamento da empresa e da sua ligação com a análise de desempenho”. Os autores ressaltam também nesta área a importância do cumprimento da regra de equilíbrio financeiro mínimo, “cada aplicação deve ser financiada por uma origem cujo grau de exigibilidade seja pelo menos igual ao grau de liquidez da aplicação que está a financiar.”

Tabela 4.3.3.1. Dados do equilíbrio financeiro - CP (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
FM	-715	-582	-561	-1.457	-1.446
NFM	-248	-199	-171	-201	-210
TL	-467	-384	-389	-1.256	-1.237

Fonte: Elaboração Própria

No período em análise, o Fundo de Maneio (FM) é constantemente negativo, isto quer dizer, que a CP não cumpre a regra de equilíbrio financeiro mínimo, ou seja, os seus capitais permanentes (Cap. Próprio + Passivo Não Corrente), são insuficientes para cobrir todo o seu ativo não corrente, o que revela que a CP não consegue fazer face aos seus valores de curto prazo (ciclo de exploração), devido ao seu histórico de RO negativos, faz com que todos os anos a empresa vá degradando os seus capitais próprios.

As Necessidades de Fundo de Maneio (NFM) da CP, que são as necessidades do ciclo de exploração, foram negativas ao longo de toda a análise, esta situação deve-se ao facto dos seus recursos cíclicos (RC) serem bastantes inferiores às suas necessidades cíclicas (NC), devido principalmente ao elevado valor na rubrica de outras dividas a pagar (valores que resultam fundamentalmente do incremento dos valores especializados relativos a juros a liquidar, a gastos com a taxa de utilização de infraestruturas e a outros serviços e fornecimentos externos não faturados) e da rubrica de diferimentos (grande parte dos valores referentes a rendimentos a reconhecer alusivos a subsídios ao investimento).

Como as NFM são superiores ao FM, apesar de serem ambos negativos, a TL vai também ser negativa ao longo de todo o exercício, revelando que a empresa tem de recorrer a financiamentos obtidos, para conseguir-se equilibrar-se durante este período.

Tabela 4.3.3.2. Tesouraria Líquida - CP (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
NA	34	34	20	27	45
Financiamentos Obtidos	499	418	410	1.283	1.281
RA	501	418	410	1.283	1.281
TL = NA - RA	-467	-384	-389	-1.256	-1.237

Fonte: Elaboração Própria

Como mencionado anteriormente, a Tesouraria Líquida (TL) da empresa é negativa ao longo de todo o período, não é cumprida a 2ª regra do equilíbrio financeiro, a regra do equilíbrio de tesouraria, isto é, as suas Necessidades Acíclicas (NA), não conseguem cobrir todos os seus Recursos Acíclicos (RA), que são todos os recursos que não fazem parte do ciclo de exploração, esta situação deve-se ao elevado valor da rubrica de financiamentos obtidos de curto prazo, que serviram para fazer face às dificuldades referentes ao ciclo de exploração, mencionadas no parágrafo anterior. A empresa encontra-se claramente desequilibrada (podemos verificar esta situação no quadro acima).

Tabela 4.3.3.3. Dados do equilíbrio financeiro - RENFE (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
FM	607	85	27	-316	251
NFM	472	378	608	976	877
TL	134	-293	-581	-1292	-626

Fonte: Elaboração Própria

No período em análise, o FM na RENFE é positivo na maioria dos anos, isto quer dizer, que a empresa cumpre a primeira regra de equilíbrio financeiro mínimo, ou seja, os seus capitais permanentes são suficientes para suportar todo o seu ativo não corrente, dispondo ainda de uma margem, esse FM, para fazer face aos seus valores do seu ciclo de exploração.

As NFM da RENFE, foram positivas ao longo de toda a análise, esta situação deve ao facto dos seus RC serem bastantes superiores às suas NC.

Tabela 4.3.3.4. Tesouraria Líquida - RENFE (M€)

	2015	2016	2017	2018	2019
NA	575	80	31	68	165
Financiamentos Obtidos	435	373	612	1.359	789
RA	440	374	612	1.360	791
TL = NA – RA	134	-293	-581	-1.292	-626

Fonte: Elaboração Própria

Com uma TL, entre 2016 e 2019, negativa, a RENFE não cumpre a 2ª regra do equilíbrio financeiro mínimo uma vez a TL é inferior a 0. Esta situação evidencia que o ciclo de exploração da RENFE teve que ser financiado com recursos a financiamentos obtidos, uma vez que as suas NFM são superiores ao seu FM, durante este período de tempo. Esta situação pode verificar na tabela anterior, uma vez que as NA são inferiores ao RA, devido ao peso dos empréstimos obtidos.

4.3.4 Rácio de Liquidez Geral

Os rácios de Liquidez “permitem avaliar a evolução relativa do FM, sendo um dos grupos de indicadores que, em certas condições, pode ser utilizado na avaliação da capacidade financeira das empresas, no que concerne à tendência relativamente à satisfação ou não dos seus compromissos de curto prazo”, segundo Carrilho *et al.* (2008, p. 100).

Reforça Esperança e Matias (2009, p. 67), que “os rácios de liquidez visam essencialmente proporcionar ao analista uma visão sobre a capacidade da empresa cumprir os seus compromissos para com os seus credores de curto de prazo”.

$$\text{Rácio de Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$$

Ainda segundo Esperança e Matias (2009, p. 67), “o rácio de liquidez geral expressa claramente a regra anterior mencionada do equilíbrio financeiro mínimo”, porque “caso o rácio seja inferior á unidade, existem mais capitais com exigibilidade de curto prazo do que ativos circulantes, o que significa que existem ativos fixos a serem financiados por capitais alheios de curto prazo”.

Tabela 4.3.4.1. Rácios de Liquidez Geral

	2015	2016	2017	2018	2019
CP	13,1%	14,2%	13,4%	5,6%	7,3%
RENFE	150,0%	107,8%	101,8%	86,1%	114,2%
SETOR - Portugal	6,3%	5,6%	38,1%	51,8%	45,0%

Fonte: Elaboração Própria

Se formos analisar os rácios de liquidez geral, podemos reparar o rácio da CP tem tido um comportamento inverso ao valores do setor dos transportes terrestres de passageiros, enquanto este de 2015 para 2019, apresentou um crescimento de 6,3% para 45,0% (dados retirados do site do BdP), o da CP tem-se vindo a degradar ao longo dos anos, enquanto que em 2015, a empresa conseguiria pagar 13,1%, do seu passivo corrente, recorrendo ao seu ativo corrente (o que já por si é um valor bastante baixo), em 2019, este valor diminui até aos 7,3%, o que revela toda a fragilidade de curto prazo.

Ao analisar o rácio de liquidez geral da RENFE, este demonstra que na maioria dos anos, a empresa conseguiria pagar todo o seu passivo corrente, recorrendo ao seu ativo corrente, ficando ainda com uma margem de sobra durante este período, o FM, o que indica um baixo risco para todos os credores da empresa.

4.3.5 Análise do funcionamento das empresas

4.3.5.1 Rácios de Gestão ou Atividade

A análise de funcionamento consiste na avaliação mais detalhada do ciclo de exploração em prazos que vai complementar das necessidades cíclicas e recursos cíclicos em valor na análise do equilíbrio.

Segundo Esperança e Matias (2009, p. 68), nestas áreas existem dois tipos de rácios, os rácios de gestão e os rácios de rotação. Os rácios de gestão “procuram essencialmente a medição dos ciclos das empresas, nas suas diversas vertentes: recebimentos, pagamentos e armazenagem (inventários)”. E assim o cálculo destes rácios “possibilita o analista tomar conhecimento sobre os dias em média”, que a empresa recebe das vendas, paga das compras ou armazena os seus inventários. Ainda segundos os autores, estes “rácios fornecem informação útil à empresa”, porque é vantajoso reduzir prazo médio de recebimentos dos clientes e aumentar o prazo médio de

pagamento aos fornecedores, mas a análise dos “rácios deve ser feita com prudência, tendo em conta os valores médios do setor e a tendência verificada pela empresa, ao longo do tempo”.

$$PMP = \frac{\text{Fornecedores}}{(\text{Compras} + \text{FSE}) \times (1 + \text{IVA})} \times 365$$

$$PMR = \frac{\text{Clientes}}{(\text{Vendas} + \text{Prestações de Serviços}) \times (1 + \text{IVA})} \times 365$$

$$PMI = \frac{\text{Inventários}}{\text{CMVMC}} \times 365$$

Segundo Breia *et al.* (2014, p. 95), “os prazos médios são extremamente úteis, por exemplo para avaliar/responsabilizar gestores de áreas comerciais, produção entre outras, pelo consumo de recursos, podendo servir de base por exemplo, à atribuição de custos financeiros (figurativos) e, conseqüentemente, à avaliação através de resultados (departamentais)”.

Por último nos rácios de gestão, temos a Duração Líquida do Ciclo de Exploração (DLCE), “este indicador representa o prazo médio que as empresas levam desde a aquisição e eventual transformação dos inventários até à sua venda, passando pelos influxos de caixa relacionados (recebimento da venda e pagamento das compras de bens e serviços)”, segundo informação extraída das notas metodológicas, dos Estudos da Central de Balanços Nº 36, do BdP (2019, p. 41).

$$DLCE = PMR + PMI - PMP$$

Esta tipo de análise de funcionamento, acaba por não fazer grande sentido neste estudo de caso, uma vez que estas empresas prestam um serviço de transporte em que o peso dos inventários é baixo, a rubrica de clientes tem pouca expressão porque a maioria dos clientes paga a pronto pagamento, como a compra de inventários é muito diminuta, a rubrica de fornecedores também acaba por ser pouco significativa, logo este tipo de análise não é muito relevante nestas empresas.

4.3.5.2 Rácios de eficiência

Para Carrilho *et al.* (2008, p. 110), “os rácios de rotação dos capitais utilizados pelas empresas e das aplicações efetuadas são um dos elementos a considerar na avaliação da gestão, pois a melhoria da rotação aumenta a eficiência da empresa e tem reflexos na rendibilidade”.

Já para Breia *et al.* (2014, p. 96), estes rácios “comparam, na generalidade, o VN (vendas de mercadorias, produtos acabados, serviços e outros rendimentos operacionais) com a área (contas ou grupo de contas) que se pretende avaliar”, reforçando que “os rácios de rotação (aplicações de fundo) quanto mais elevados forem mais eficientes poderemos considerar a gestão de recursos (origens de fundos)”.

$$\text{Rotação do Ativo Total} = \frac{VN}{ALT}$$

$$\text{Rotação do Ativo Corrente} = \frac{VN}{\text{Ativo Corrente}}$$

Tabela 4.3.5.2.1. Rácios de Rotação - CP

	2015	2016	2017	2018	2019
Rotação Ativo Total	0,36	0,41	0,48	0,52	0,60
Rotação Ativo Corrente	2,42	2,86	3,47	3,58	3,14

Fonte: Elaboração Própria

Os rácios de rotação da CP têm vindo aumentar o seu valor ao longo dos últimos dos anos (com exceção do rácio de rotação do ativo corrente de 2019,), o que significa um aumento da eficiência da gestão dos recursos, esta situação deveu-se principalmente ao aumento do VN, devido ao aumento da procura, mas também devido ao recebimento de subsídios à exploração em 2019, o que não tinha acontecido nos anos anteriores, por sua vez o ALT tem diminuído, esta quebra, deve-se fundamentalmente às depreciações dos ativos da empresa e devido a uma clara falta de investimento em AFT por parte da CP.

Em 2019, o ALT roda 0,60 vezes no ano para originar 357,1 M€ de VN no ano, enquanto que o ativo corrente roda 3,14 vezes no ano para gerar esse valor.

Tabela 4.3.5.2.2. Rácios de Rotação - RENFE

	2015	2016	2017	2018	2019
Rotação ALT	0,37	0,41	0,44	0,46	0,47
Rotação Ativo Corrente	1,76	2,75	2,40	2,05	2,02

Fonte: Elaboração Própria

O rácio de rotação do ALT da RENFE têm vindo aumentar o seu valor ao longo dos últimos dos anos, o que significa, que como na CP, também na RENFE houve um aumento da eficiência da

gestão dos recursos, esta situação deveu-se também ao aumento do VN, devido ao aumento das vendas e prestações de serviços, em cerca de 12%, e os seus subsídios à exploração, que cresceram cerca de 74% face a 2015, como o seu ALT não sofreu grandes variações face aos anos anteriores, gera este efeito positivo no rácio de rotação.

Em 2019, o ALT roda 0,47 vezes no ano para originar 4.093,2 M€ de VN no ano, enquanto que o ativo corrente roda 2,02 vezes no ano para gerar esse valor.

4.3.6 Síntese da Análise Financeira: Impacto da Estrutura de Capital e Sustentabilidade Financeira existente nestas empresas

No que à estrutura de capital da CP diz respeito, há que realçar o elevado valor negativo na rubrica de capital próprio da empresa indicando que se encontra em falência técnica. Esta situação deve-se ao alto valor negativo de resultados transitados, fruto de muitos anos de RL negativos da empresa. A falta de sustentabilidade económica da empresa levou a que a empresa se tornasse insustentável financeiramente, isto é, a empresa não dispõe de capital próprio suficiente que garantam uma estrutura financeira de MLP sólida, para que a empresa se mantenha ativa por várias décadas.

Como a empresa não conseguia gerar os RL para se autofinanciar, teve de se financiar através de empréstimos junto da banca, o que levou um grande aumento na rubrica de financiamentos obtidos, sendo esta esta a rubrica com maior peso no passivo da empresa.

Em 2014, a CP e o estado português celebraram um acordo com o intuito de diminuir o valor dos empréstimos bancários da CP. E a partir desta data, o valor dos financiamentos obtidos têm vindo a diminuir, ano após ano, por sua vez, e inversamente, o valor do capital subscrito tem vindo a aumentar devido a estas constantes injeções de capital por parte do governo português tendo como objetivo suprimir estes empréstimos obtidos. Devido a esta situação a empresa conseguiu uma forte redução no seu valor de gastos financeiros, que era um dos grandes problemas da empresa.

A nível de estrutura financeira, conforme mencionado anteriormente a empresa apresenta um elevado nível de endividamento, uma autonomia financeira e um rácio de solvabilidade negativos, demonstrando que a empresa não tem qualquer capacidade para cumprir com os compromissos. Logo, por sua vez a empresa está desequilibrada no que ao equilíbrio financeiro diz respeito, a CP não consegue fazer face aos seus valores de curto prazo, necessitando de constantes empréstimos

para financiar a sua exploração, uma vez que a seu FM é negativo, e a sua TL também é negativa, visto que as suas NFM são superiores ao seu FM.

Conforme mencionado anteriormente, a empresa não apresenta qualquer sustentabilidade a nível financeiro uma vez, que apesar das melhorias que tem sido feitas de forma a reduzir a rubrica de financiamentos obtidos, o que levou à diminuição dos gastos financeiros, se a empresa não conseguir gerar RL positivos, nunca conseguirá ser sustentável, os seus problemas económicos estarão sempre a afetar negativamente a sua sustentabilidade financeira, isto é, a empresa pode reduzir o seu passivo até zero, se os seus RL não forem positivos, estarão sempre a afetar negativamente o capital próprio da empresa.

Na RENFE, tal como na CP, a rubrica com maior relevância no seu ativo, trata-se dos seus AFT, que servem como base para toda a sua atividade, no passivo há que realçar também o peso dos financiamentos obtidos, mas na RENFE os capitais próprios da empresa são positivos, ao contrário da CP. Como a empresa espanhola consegue gerar resultados positivos, a sua sustentabilidade económica consegue reforçar positivamente a sustentabilidade financeira da empresa.

A RENFE apresenta uma boa estrutura financeira, uma vez a sua AF bastante razoável, um rácio de endividamento que não é muito elevado e demonstra um bom índice de solvabilidade total ao longo dos cinco anos da análise. Por sua vez, a nível do equilíbrio a empresa apresenta um FM positivo na maioria dos anos, cumprindo a primeira regra do equilíbrio, mas a sua TL é negativa na maioria dos anos demonstrando que a empresa as NFM são superiores ao seu FM, e que a empresa tem alguns problemas para fazer face aos seus compromissos de curto prazo, o que leva a empresa a recorrer a passivo remunerado de curto prazo para ultrapassar esta situação.

A RENFE ao contrário da CP, demonstra ser uma empresa sustentável financeiramente, uma vez que a empresa tem uma boa estrutura de capitais, demonstra ter equilíbrio de MLP, visto que o seu FM é positivo, evidenciando assim uma estrutura sólida, que tem condições para manter um funcionamento a MLP.

5 Perspetivas Futuras

A Comissão Europeia declarou que 2021 é o Ano Europeu do Transporte Ferroviário, esta iniciativa tem em vista, tornar o transporte ferroviário cada vez mais sustentável, inteligente e seguro, assim ficando mais apelativo para cidadãos e empresas, e contribuindo para o cumprimento do objetivo do Pacto Ecológico da UE de neutralidade climática até 2050. O setor dos transportes é responsável pela emissão, de aproximadamente cerca de 25% de gases com efeitos de estufa de toda a união, e com transportes mais saudáveis e limpos, poderá se registar até 2050, uma diminuição de 90% das emissões dos transportes.

Conforme foi abordado anteriormente, no estudo elaborado pela Fundação Francisco Manuel dos Santos, por exemplo, nas últimas décadas tem existido um claro investimento em autoestradas, que melhoraram a acessibilidade rodoviária por todo o país, em sentido inverso, existe um claro desinvestimento na rede ferroviária, o que levou a um encerramento de linhas e a um aumento dos tempos de viagem.

Com o intuito de contrariar esta situação, e revitalizar a ferrovia nacional, em 19 de abril de 2021, o Estado Português lançou o PFN 2020-2040, conforme foi mencionado anteriormente nesta apresentação, o secretário de estado das infraestruturas, Jorge Delgado lembrou que em Portugal não se constrói uma linha ferroviária há quase 100 anos e que um plano a longo prazo irá permitir avanços e recuos, dando continuidade ao planeamento da rede ferroviária.

Este plano tem como as principais metas a modernização da linha ferroviária, a resolução dos estrangulamentos no acesso às áreas metropolitanas de Lisboa e do Porto, e a criação de um eixo de alta velocidade entre Lisboa e Porto, para tal estão previstos investimentos na ordem dos 10.000 M€, segundo Santos (2021).

Em julho de 2021, o Conselho de Ministros aprovou o lançamento de um concurso para aquisição de 117 automotoras elétricas, o atual Ministro das Infraestruturas e da Habitação, Pedro Nuno Santos considerou ser a maior compra de comboios de toda a história da CP e que este investimento está associado a uma estratégia industrial, onde se espera um impacto positivo na indústria nacional, segundo informações retiradas da página oficial do governo de Portugal.

A RENFE por sua vez, tem como perspetivas futuras, um plano estratégico 2019-2023-2028, assente em três pontos chave, concentração de esforços para a maximização da satisfação do

cliente, foco contínuo na eficiência, de maneira a melhor todos os indicadores operacionais e de custo, tornando a empresa mais competitiva em todas áreas, e por último, tornar a empresa num operador ferroviário de referência internacional, com especial atenção aos serviços de alta velocidade e de transporte pendular, segundo informações retiradas do seu relatório e contas consolidado de 2019.

~

6 Conclusões

O investimento no transporte ferroviário na península ibérica seguiu caminhos inversos ao longo das últimas décadas. Enquanto que em Espanha, se tem vindo a investir de forma a melhorar este meio de transporte, através da construção de diversas linhas para comboios de alta velocidade, em Portugal houve um claro desinvestimento na ferrovia.

No nosso país, não tem havido aquisição de novos comboios nos últimos anos, o número de linhas em funcionamento tem vindo a diminuir, o que levou a que este meio de transporte não fosse tão atrativo como deveria ser. Esta situação, deveu-se em parte, a um desinteresse que o Estado Português tem tido pelo transporte ferroviário ao longo das últimas décadas, em prol de um grande investimento na rodovia nacional.

As principais conclusões retiradas deste estudo são que a CP não é rentável, não tem sustentabilidade económica, a empresa tem os resultados transitados extremamente negativos, por acumular resultados líquidos negativos ao longo dos anos, esta situação deve-se principalmente aos seus elevados custos operacionais, como são os gastos com pessoal ou os FSE, mas em grande parte pela falta de apoio por parte do Estado Português, através de subsídios à exploração que serviriam para compensar essa falta de valor nos rendimentos. A falta de sustentabilidade económica da empresa levou a que a empresa se tornasse insustentável financeiramente.

Esta estrutura de capital da CP também é muito motivada pelo facto de a entidade ser uma empresa que presta um serviço público, em que cobra preços mais baixos aos seus clientes, o que leva a que as vendas e prestações de serviços não consigam cobrir todos os seus custos de atividade, só que o Estado Português não suportou a diferença entre o preço de custo dos bilhetes mais baratos para o preço real dos bilhetes, e assim a empresa não tem conseguido gerar um RO positivo e sustentado.

Durante muitos anos estes resultados não foram compensados pelos subsídios à exploração atribuídos (só a partir de 2019 a empresa voltou a receber subsídios à exploração), levando a empresa a contrair capital alheio, isto é, recorrendo a endividamento junto da banca para financiar os custos da atividade com taxas de juros elevadas, o que também justifica os resultados transitados tão negativos da empresa.

Esta situação poderá se alterar no futuro, com a celebração do contrato de serviço público 2020-2030, que levará que a CP tenha uma maior capacidade financeira para a prestação de serviços, a manutenção do equipamento e renovação do material circulante, mas que só que poderá verificar significativas melhorias numa ótica de médio longo prazo, pois os resultados são muito negativos.

Este contrato estabelece que o Estado Português passa a ter condições contratuais para exigir à CP um conjunto de obrigações de serviço público e o cumprimento de indicadores de serviço, entre 2020 e 2030, podendo este período ser alargado até 2035. Em contrapartida, o Estado assumiu o compromisso de proceder ao pagamento de compensações à CP num montante que será apurado a anualmente.

Mantendo-se o acordo celebrado para diminuição do elevado endividamento da empresa, rubricado em 2014, que tem levada a uma clara diminuição de juros suportados na entidade, acrescido do contrato de serviço público anteriormente mencionado, provavelmente a CP a médio longo prazo, poderá ter uma estrutura de capitais positiva, equilibrada e sustentada e uma atividade também com resultados positivos sustentados e com sustentabilidade económica.

Tal como na CP, os gastos fixos na RENFE são bastante elevados, só que como a empresa espanhola teve sempre grande apoio do seu estado, através dos subsídios à exploração para suportar os elevados custos operacionais da empresa, a empresa consegue apresentar resultados positivos, apesar de não serem muito elevados, mas este também não é o principal objetivo deste tipo de empresas, há um suportar da atividade pela própria empresa.

A principal diferença entre estas duas empresas passa pelo recebimento dos subsídios à exploração, uma vez que ambas prestam um serviço de interesse público, em que os valores dos preços dos bilhetes são baixos e tem que existir um apoio por parte do estado de forma a cobrir todos os custos operacionais das entidades.

A RENFE é a prova que este é o caminho correto, tem resultados praticamente sempre positivos precisamente porque tem os subsídios incluídos desde sempre, demonstrando ser uma empresa sustentável economicamente. Devido a esta estabilidade, a empresa espanhola tem uma boa estrutura de capital evidenciando assim uma estrutura sólida, e com condições para manter um funcionamento a MLP, ao contrário da CP, que na ausência desses subsídios, acabou por ir deteriorando a sua estrutura de capital, devido aos seus constantes resultados líquidos negativos.

7 Referências Bibliográficas

Antão P. e D. Bonfim (2008). *Decisões das empresas Portuguesas sobre estrutura de capital*. Relatório de Estabilidade Financeira 2008. Banco de Portugal. Lisboa. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ar200802_p.pdf

Argandoña, A. (2011). *Stakeholder Theory and Value Creation*. Working Paper – 922, IESE – University Business School of Navarra

Asociación Navarra de Empresarios de Transporte por carretera y logística (2013). *Memorandum: El Sector del transporte y logística en España*. Disponível em http://www.infoanet.com/documentos/Memorandum_sector_transporte.pdf

Banco de Portugal (n.d). *Quadros do Sector*. Banco de Portugal. [Web site]. Disponível em <https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>

Banco de Portugal (2021). *Estudo da Central de Balanços n.º 46 - Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal | 2019*. Banco de Portugal. Lisboa. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_46_2021.pdf

Banco de Portugal (2019). *Infografia do Estudo da central de balanços: Análise das empresas do setor dos transportes 2017* [Web site]. Disponível em <https://www.bportugal.pt/page/infografia-estudo-da-central-de-balanços-análise-das-empresas-do-setor-dos-transportes-2017>

Banco de Portugal (2019). *Estudo da Central de Balanços - Estudo 36 - Quadros do setor e quadros da empresa e do setor*. Banco de Portugal. Lisboa. Disponível em <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/flexpapers/2024100/index.html#page=1>

Bocken, N., Evans, S., Rana, P. e Short S.(2014). *A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes*. Journal of Cleaner Production, No. 65, 42-56.

Breia, A., Mata, M. e Pereira V. (2014). *Análise Económica e Financeira – aspectos teóricos e casos práticos*. Rei dos Livros. 1ª Edição. Lisboa

Breia, A., Dias, S. e Pinheiro C. (2016). *Newsletter 16 – Dezembro 2016. Direção do Curso de Finanças Empresariais*. ISCAL. Lisboa. Disponível em https://www.iscal.ipl.pt/images/iscal/News/fe_newsletter16.pdf

- Calil, J., Nobre, F., Nobre, L., Siqueira, E., Sousa, A. e Spers, V. (2016). *Estructura del Capital: Relevamiento de la literatura y desarrollo reciente en el área*. Invenio, vol. 19, núm. 37, noviembre, 2016, pp. 31-46. Universidad del Centro Educativo Latinoamericano. Rosario (Argentina). Disponível em <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5662204>
- Carrilho J., Laureano L., Pimentel, L. e Prates M. (2008). *Elementos de Análise Financeira – Casos Práticos*. Publisher Team. 2ª Edição. Lisboa
- Carvalho, R. (2006). *História dos comboios em Portugal*. RTP. Disponível em <https://ensina.rtp.pt/artigo/historia-dos-comboios-em-portugal/>
- Corredor, G. e Vargas S. (2011). *Estructura de capital - Evolución teórica*. *Criterio Libre*, Vol. 9, No. 15, pp. 81-102. Bogotá (Colombia). Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Sandra-Zambrano-Vargas/publication/227386356_Estructura_de_capital_Evolucion_teorica/links/59b14d3eaca2728472d11159/Estructura-de-capital-Evolucion-teorica.pdf
- Comissão Europeia (2020). *A viagem começa – 2021 é o Ano Europeu do Transporte Ferroviário*. Comissão Europeia [Web site]. Disponível em https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/IP_20_2528
- Costa, A., Cruz, C. Januário, J., Sarmiento, J. e Sousa, V. (2021). *Sistemas de Transportes em Portugal*. Fundação Francisco Manuel dos Santos. Disponível em <https://www.ffms.pt/FileDownload/63193dfa-4587-4321-8eb7-56d6b08897b9/resumo-do-estudo-sistemas-de-transportes-e-portugal>
- CP – Comboios de Portugal (2011). *Demonstrações financeiras e anexos consolidados do Grupo CP – 2010*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/consolidado_2010/anexo_demonstracoes_financeiras_e_anexos_consolidados_rcc2010.pdf
- CP – Comboios de Portugal (2012). *Demonstrações financeiras e anexos consolidados do Grupo CP – 2011*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/consolidado_2011/demonstracoes_financeiras_e_anexos_consolidados_rcc2011.pdf

CP – Comboios de Portugal (2013). *Demonstrações financeiras e anexos individuais do Grupo CP – 2012*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/2012/demonstracoes_financeiras_e_anexos_individuais_rc2012.pdf

CP – Comboios de Portugal (2014). *Relatório e Contas Consolidadas do Grupo CP – 2013*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/consolidado_2013/rc_consolidado_2013.pdf

CP – Comboios de Portugal (2015). *Relatório e Contas Consolidadas do Grupo CP – 2014*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/2014/rconsolidadas2014.pdf

CP – Comboios de Portugal (2016). *Relatório e Contas Consolidadas do Grupo CP – 2015*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/2015/rconsolidadas2015.pdf

CP – Comboios de Portugal (2017). *Relatório e Contas Consolidadas do Grupo CP – 2016*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/2016/contas-consolidadas2016.pdf

CP – Comboios de Portugal (2018). *Relatório e Contas Consolidadas do Grupo CP – 2017*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/2017/contas-consolidadas-2017.pdf

CP – Comboios de Portugal (2019). *Relatório e Contas Consolidadas do Grupo CP – 2018*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/2018/contas-consolidadas-2018.pdf

CP – Comboios de Portugal (2020). *Relatório e Contas Consolidadas do Grupo CP – 2019*. Lisboa: CP – Comboios de Portugal, E. P. E. Disponível em https://www.cp.pt/StaticFiles/Institucional/1_a_empresa/3_Relatorio_Contas/2019/contas-consolidadas-2019.pdf

CP – Comboios de Portugal (n.d.). *Cronologia da história dos caminhos de ferro em Portugal*. Portal da CP [Web site]. Disponível em <https://www.cp.pt/institucional/pt/cultura-ferroviaria/historia-cp/cronologia>

DeAngelo, H. e Masulis, R. W. (1980), *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, Journal of Financial Economics, 8, p. 3-29.

Deco Proteste (2020). *Portugueses recebem infeção por covid-19 nos transportes públicos*. Disponível em <https://www.deco.proteste.pt/familia-consumo/orcamento-familiar/noticias/portugueses-recebem-infecao-por-covid-19-nos-transportes-publicos>

Decreto-Lei n.º 205-B/75. Diário do Governo n.º 89/1975, 1º Suplemento, Série I de 1975-04-16. Disponível em <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/497832/details/normal?!=1>

Durand, D. (1952). *Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*, pp. 215-262.

El Español (2020). *RENFE mantiene el monopolio con 1.000 millones de euros de subvención anual*. Portal do Diário Económico de EL ESPAÑOL [Web site]. Disponível em https://www.elespanol.com/invertia/empresas/20180802/RENFE-mantiene-monopolio-millones-euros-subvencion-anual/327218141_0.html

Esperança, J. e Matias, P. (2009). *Finanças Empresariais*. Texto Editores. 2ª Edição. Lisboa

Frank, M. e Goyal, V. (2007). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. SSRN working paper. p. 1-82.

Garcia R. e Serra. A. (2021). *Infografia do estudo «Sistemas de Transportes em Portugal»*. Fundação Francisco Manuel dos Santos. Disponível em <https://www.ffms.pt/FileDownload/4ebb2f50-8e56-43e9-8cf1-81f9017ddd57/infografia-do-estudo-sistemas-de-transportes-em-portugal>

Gomes, R. (2012). *A Estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de 50 anos*. Economia e Empresas n° 14, 119-143. Disponível em <http://revistas.lis.ulsiada.pt/index.php/lee/article/view/550/510>

Gopinath G., Milesi-Ferretti G. e Nabar M. (2019). *2019 em revisão: Cinco gráficos que explicam a economia mundial*. Disponível em <https://www.imf.org/pt/News/Articles/2019/12/18/blog121819-2019-in-review-five-charts>

Governo de Portugal (2020). *Crescimento económico foi 2,2% em 2019*. Portal do Governo de Portugal [Web site]. Disponível em <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc22/comunicacao/noticia?i=crescimento-economico-foi-22-em-2019->

Governo de Portugal (2020). *Governo assina contrato de serviço público com CP*. Portal do Governo de Portugal [Web site]. Disponível em <https://www.portugal.gov.pt/download-ficheiros/ficheiro.aspx?v=%3d%3dBAAAAB%2bLCAAAAAAABACzsLQ0AABbbDwXBAAA%3d%3d>

Governo de Portugal (2021). «Maior aquisição de comboios de toda a história da CP» com compra de 117 automotoras elétricas. Portal do Governo de Portugal [Web site]. Disponível em <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc22/comunicacao/noticia?i=maior-aquisicao-de-comboios-de-toda-a-historia-da-cp-com-compra-de-117-automotoras-eletricas>

Grupo Barraqueiro (2020). *Relatório e Contas – 2019*. Lisboa: Barraqueiro SGPS. Disponível em <https://www.barraqueiro.com/wp-content/uploads/2020/08/rc2019.pdf>

Gurria A. (2020). *Release of the June 2020 Economic Outlook: Revamping the international policy architecture to emerge from the pandemic stronger together*. Disponível em <https://www.oecd.org/about/secretary-general/release-of-the-june-2020-economic-outlook.htm>

Hafner, M., Noussan, M. e Tagliepiera S. (2020). *The Future of Transport Between Digitalization and Decarbonization: Trends, Strategies and Effects on Energy Consumption*. Milan: SpringerOpen. Disponível em https://library.oapen.org/bitstream/id/6fcb39c7-40d8-43a5-8d31-a443c9ff71f1/2020_Book_TheFutureOfTransportBetweenDig.pdf

Heinrichs, H., Martens, P., Michelsen, G. e Wiek, A. (2016). *Sustainability Science - An Introduction*. Springer Science+Business Media. Berlin

- Henriques, T. (2013). *Cronologia do Caminho-de-ferro*. Trainlogistic [Web site]. Disponível em http://www.trainlogistic.com/Imagens/PDF/Comboios/PDF_Cronologia.pdf
- Iqbal, S., Muneer, S., Jahanzeb A. e Saif-ur-Rehman (2012). *A Critical Review of Capital Structure Theories*. *Information Management and Business Review*, Vol. 4, No. 11, pp. 553-557.
- INE. (2020). Portal do Instituto Nacional de Estatística [Web site]. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpgid=ine_tema&xpid=INE&tema_cod=1312&xlang=pt
- Jensen, M. C. (2001). *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. Working Paper #00-058, revised 10/2001. Harvard Business School
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976). *Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure*. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–329.
- Junior, F. (2012). *A estrutura do capital das PME's e das grandes empresas: uma análise comparativa*. (Tese de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Coimbra, Portugal). Disponível em <https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/20000/1/Francisco%20Pinheiro%20da%20Silva%20Junior%20Disserta%20a7%20de%20Mestrado.pdf>
- Lagarde, C. (2020). O ano em retrospectiva. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.pt.html#toc1>
- Lam, Y. (2010). *What kind of Assumptions need to be realistic and how to test them: A response to Tsang (2006)*. *Strategic Management Journal*, 31, 679–687.
- IP – Infraestruturas de Portugal (n.d.). *REFER – Sobre Nós*. Portal das Infraestruturas de Portugal [Web site]. Disponível em <https://www.infraestruturasdeportugal.pt/pt-pt/sobre-nos/historico/refer>
- Lei n. °2008. Diário do Governo n.º 200/1945, Série I de 1945-09-07. Disponível em <https://dre.pt/application/conteudo/43887>
- Leland, H. E. e Pyle, D. H. (1977). *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*. *Journal of Finance*, 32 (2), p. 371-387.

- Martinez, J. (2011). *El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa*. Revista Contable Nº 39. Asociación Profesional de Expertos Contables y Tributarios de España . Disponível em https://www.aece.es/descargararchivo_docnoticias_63
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, nº 48, 3 , 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, 433-443.
- Miller, M. H. (1977). *Debt and taxes*, *Journal of Finance*, 32 (2), p. 261-275.
- Myers, S. e Majluf, N. (1984). *Corporate Financing and Investments Decisions: When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. *Journal of Financial Economics*. 13, 187-221.
- Myers, S. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. *The Journal of Finance*. V. 39. No. 3. p. 575-592.
- Neto, S., (2019). *Estrutura de Capitais - O caso das Empresas em PER*. (Tese de Mestrado, Católica Porto Business School, Porto, Portugal). Disponível em https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/28572/1/TFM_SamanthaNeto.pdf
- Novo, A., e Vieira, E. (2010). *A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português*. Estudos do Isca – Série IV – Nº2. Disponível em <https://proa.ua.pt/index.php/estudosdoisca/article/view/6505/4792>
- OCDE (2020). *A economia mundial enfrenta um difícil caminho para a recuperação*. Disponível em <https://www.oecd.org/economy/a-economia-mundial-enfrenta-um-dificil-caminho-para-a-recuperacao.htm>
- OCDE (2020). *OECD Economic Outlook, June 2020*. Disponível em <http://www.oecd.org/economic-outlook/june-2020/>
- Ordem dos Economistas (2020). *Conjuntura macroeconómica portuguesa – julho 2020*. Lisboa. Disponível em http://www.ordemeconomistas.pt/xportalv3/file/XEOCM_Documento/62204594/file/Conjuntura%20Macroecon%C3%B3mica%20Portuguesa%20-%20JULHO%202020.pdf

Ordem dos Contabilistas Certificados (2012). *Anuário do Setor Empresarial do Estado 2011 — Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas*, Lisboa. Disponível em <https://www.occ.pt/pt/ordem/publicacoes/anuario-do-sector-empresarial-do-estado/>

Peixoto, A., (2017). *Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira em Portugal: Hotéis de 4 e 5 Estrelas*. (Tese de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/7236/1/Ana%20Filipa%20Santos%20Peixoto.pdf>

Plano Ferroviário (s.d). *O que é o Plano Ferroviário Nacional*. Site do Plano Ferroviário Nacional. Disponível em <https://pfn.gov.pt/sobre/>

Pordata (s.d). *Salário médio mensal dos trabalhadores por conta de outrem: remuneração base e ganho*. Base de dados de Portugal Contemporâneo. Disponível em <https://www.pordata.pt/Portugal/Sal%C3%A1rio+m%C3%A9dio+mensal+dos+trabalhadores+por+conta+de+outrem+remunera%C3%A7%C3%A3o+base+e+ganho-857>

Rebelo, S. (2004). *A estrutura de capital e o ciclo de vida das empresas*. Estudos I - Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, p. 377-394. Disponível em https://sapientia.ualg.pt/bitstream/10400.1/5138/1/Rebelo_Estrutura.pdf

Regulamento (UE) 2020/852, do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de Junho de 2020. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=PT>

RENFE Operadora (2016). *RENFE Operadora – Cuentas Anuales Consolidadas – Ejercicio 2015*. Madrid (Espanha). RENFE Operadora. Disponível em https://www.RENFE.com/content/dam/RENFE/es/Grupo-Empresa/Gobierno-corporativo-y-transparencia/cuentas-anuales/grupo-RENFE/2015_Cuentas_Consolidadas_GrupoRENFE.pdf

RENFE Operadora (2017). *RENFE Operadora – Cuentas Anuales Consolidadas – Ejercicio 2016*. Madrid (Espanha). RENFE Operadora. Disponível em https://www.RENFE.com/content/dam/RENFE/es/Grupo-Empresa/Gobierno-corporativo-y-transparencia/cuentas-anuales/grupo-RENFE/2016_Cuentas_Consolidadas_GrupoRENFE.pdf

RENFE Operadora (2018). *RENFE Operadora – Cuentas Anuales Consolidadas – Ejercicio 2017*. Madrid (Espanha). RENFE Operadora. Disponível em

https://www.RENFE.com/content/dam/RENFE/es/Grupo-Empresa/Gobierno-corporativo-y-transparencia/cuentas-anuales/grupo-RENFE/2017_Cuentas_Consolidadas_GrupoRENFE.pdf

RENFE Operadora (2019). *RENFE Operadora – Cuentas Anuales Consolidadas – Ejercicio 2018*. Madrid (España). RENFE Operadora. Disponível em

https://www.RENFE.com/content/dam/RENFE/es/Grupo-Empresa/Gobierno-corporativo-y-transparencia/cuentas-anuales/grupo-RENFE/2018_Cuentas_Consolidadas_GrupoRENFE.pdf

RENFE Operadora (2020). *RENFE Operadora – Cuentas Anuales Consolidadas – Ejercicio 2019*. Madrid (España). RENFE Operadora. Disponível em

https://www.RENFE.com/content/dam/RENFE/es/Grupo-Empresa/Gobierno-corporativo-y-transparencia/cuentas-anuales/grupo-RENFE/2019_Cuentas_Consolidadas_GrupoRENFE.pdf

RENFE Operadora (n.d.). *Conócenos – RENFE Operadora*. Portal da RENFE Operadora [Web site]. Disponível em <https://www.RENFE.com/es/es/grupo-RENFE/grupo-RENFE/conocenos/la-empresa>

RENFE Operadora (2020). *RENFE superó los 510 millones de viajeros en 2019*. Portal da RENFE Operadora [Web site]. Disponível em <https://www.RENFE.com/es/es/grupo-RENFE/grupo-RENFE/conocenos/la-empresahttps://saladeprensa.RENFE.com/RENFE-supero-los-510-millones-de-viajeros-en-2019/>

Ross, S. A. (1977). *The determination of financial structure: The incentive-signalling approach*. The Bell Journal of Economics, 8 (1), p. 23-40.

Santos J. (2021). *Governo lança o Plano Nacional Ferroviário*. Jornal Expresso <https://expresso.pt/economia/2021-04-19-Governo-lanca-Plano-Ferrovuario-Nacional-7dbe9ebc>

Semedo, I., (2015). *Teorias da Estrutura de Capital das Empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa* (Tese de Mestrado, Instituto Superior de Gestão, Lisboa, Portugal). Disponível em

<http://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/11108/1/Isidro%20Semedo%20-%20tese.pdf>

Silva, António Costa (2020). *Visão estratégica para o plano de recuperação de Portugal 2020-2030*. Lisboa. Disponível em <https://www.portugal.gov.pt/download-ficheiros/ficheiro.aspx?v=%3d%3dBQAAAB%2bLCAAAAAAABAAzNDAytAQAZiD%2fFAUAAAA%3d>

Utrera, J. (2002). *El AVE Madrid-Lisboa por Extremadura: Efectos territoriales y diferentes alternativas*. (Tese de Mestrado, Escola Tècnica Superior d'Enginyeria de Camins, Barcelona, Espanha). Disponível em

<https://upcommons.upc.edu/bitstream/handle/2099.1/6281/05.pdf?sequence=6&isAllowed=y>

Yin, R. (1994). *Estudo de Caso – Planejamento e Métodos* (Daniel Grassi, Trad.). Porto Alegre: Bookman. Disponível em <https://saudeglobaldotorg1.files.wordpress.com/2014/02/yin-metodologia-da-pesquisa-estudo-de-caso-yin.pdf~>

Zinga, M., (2015). *Conflitos de agência, mecanismos de controle e performance das sociedades por quotas, anónimas de pequena e média dimensão: um estudo empírico no contexto português*. Coimbra (Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Coimbra, Portugal).

8 Anexos

Tabela 8.1. Demonstrações da Posição Financeira Consolidada - CP 2015-2019 (M€)

	2015	2016	2017	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019	Δ19/15 V.A	Δ19/15 %
ATIVO									
Ativo Não Corrente									
Ativos Fixos Tangíveis	586,8	542,5	512,8	473,1	-35,2	-7,4%	437,9	-148,9	-25,4%
Ativos Intangíveis	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	82,7%	0,2	0,2	659,4%
Direito de uso de Ativos (IFRS16)	0,0	0,0	0,0	0,0	12,6	-	12,6	12,6	-
Participações Financeiras - MEP	0,7	0,8	1,5	2,4	1,1	47,8%	3,5	2,8	383,9%
Participações Financeiras - Outros Métodos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Outros Investimentos Financeiros	28,1	28,0	28,0	28,1	0,0	0,1%	28,1	0,0	0,1%
Ativos por impostos diferidos	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-2,6	-100,0%
Total do Ativo Não Corrente	618,2	571,6	542,5	503,6	-21,3	-4,2%	482,3	-135,8	-22,0%
Ativo Corrente									
Inventários	23,1	27,7	28,3	26,8	7,3	27,4%	34,1	11,0	47,5%
Clientes	11,8	12,8	13,5	13,7	-0,9	-6,5%	12,8	1,0	8,4%
Adiantamento a fornecedores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Estado e Outros Entes Públicos	9,4	9,2	15,3	7,9	1,3	16,4%	9,2	-0,2	-2,6%
Accionistas/Sócios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Outros Créditos a receber	28,0	11,4	7,9	8,7	2,4	27,9%	11,1	-16,9	-60,3%
Diferimentos	1,2	1,1	1,4	1,7	-0,3	-17,0%	1,4	0,3	21,7%
Ativos Financeiros detidos para negociação	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-100,0%
Outros Ativos Financeiros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Ativos Não Correntes Detidos para Venda	19,6	17,0	5,9	5,6	-1,1	-20,4%	4,4	-15,1	-77,3%
Caixa e depósitos bancários	14,3	16,9	14,5	21,8	18,7	85,7%	40,5	26,1	182,7%
Total Ativo Corrente	107,5	96,1	86,7	86,2	27,4	31,8%	113,6	6,1	5,7%
Total do Ativo	725,6	667,7	629,2	589,8	6,1	1,0%	595,9	-129,7	-17,9%
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO									
Capital Próprio									
Capital Subscrito	2.678,8	3.333,7	3.850,1	3.931,0	28,5	0,7%	3.959,5	1.280,7	47,8%
Reservas Legais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	0,0	0,0%
Outras Reservas	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0	0,0%	1,3	0,0	0,0%
Resultados Transitados	-5.655,1	-5.933,9	-6.078,1	-6.189,2	412,9	-6,7%	-5.776,3	-121,2	2,1%
Ajustamento e outras variações no capital próprio	91,5	91,5	91,5	91,5	0,0	0,0%	91,5	0,0	0,0%
Resultado Líquido do Período	-278,7	-144,0	-111,1	-106,2	53,7	-50,6%	-52,5	226,2	-81,2%
Total do Capital Próprio	-3.162,1	-2.651,4	-2.246,3	-2.271,6	495,1	-21,8%	-1.776,5	1.385,6	-43,8%
PASSIVO									
Passivo Não Corrente									
Provisões	7,4	18,0	14,0	14,3	1,8	12,5%	16,1	8,7	118,6%
Financiamentos Obtidos	3.026,2	2.609,3	2.206,2	1.304,3	-518,8	-39,8%	785,4	-2.240,8	-74,0%
Outras Dívidas a Pagar	31,9	13,4	8,0	0,0	11,2	-	11,2	-20,7	-64,9%
Total Passivo não Corrente	3.065,4	2.640,6	2.228,2	1.318,5	-505,9	-38,4%	812,7	-2.252,8	-73,5%
Passivo Corrente									
Fornecedores	24,4	23,8	13,4	13,0	-2,6	-20,2%	10,4	-14,0	-57,5%
Adiantamento de Clientes	2,2	0,6	0,4	0,4	0,0	0,0%	0,4	-1,8	-82,9%
Estado e Outros Entes Públicos	3,8	4,1	3,6	3,8	-1,3	-32,9%	2,6	-1,2	-32,1%
Accionistas/Sócios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Financiamentos Obtidos	499,3	417,7	409,7	1.283,2	-1,7	-0,1%	1.281,5	782,2	156,7%
Passivos de Locação - IFRS 16	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	-	1,6	1,6	-
Outra dívidas a pagar	155,7	109,6	105,8	136,0	23,0	17,0%	159,0	3,4	2,2%
Diferimentos	135,7	122,6	114,4	106,5	-2,1	-2,0%	104,4	-31,3	-23,1%
Passivos Financeiros detidos para negociação	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-1,3	-100,0%
Total Passivo Corrente	822,3	678,4	647,3	1.542,9	16,9	1,1%	1.559,8	737,4	89,7%
Total Passivo	3.887,8	3.319,1	2.875,5	2.861,4	-489,0	-17,1%	2.372,4	-1.515,3	-39,0%
Total do Capital Próprio+Passivo	725,6	667,7	629,2	589,8	6,1	1,0%	595,9	-129,7	-17,9%

Tabela 8.2. Demonstrações consolidadas dos resultados e de outro rendimento integral - CP
2015-2019 (M€)

	2015	2016	2017	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019	Δ19/15 V.A	Δ19/15 %
RENDIMENTOS E GASTOS									
Vendas e Prestação de Serviços	264,5	266,2	286,7	298,1	6,3	2,1%	304,4	39,8	15,1%
Subsídios à Exploração	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	528337,7%	40,0	40,0	601614,8%
Ganhos/perdas imputadas de subsidiárias e empreendimentos conjuntos	-11,2	0,5	1,2	1,3	0,3	22,2%	1,6	12,8	-114,2%
Variações nos inventários da Produção	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	82,2%	-0,1	0,0	-14,6%
Trabalhos para a própria entidade	7,3	8,3	12,5	9,0	2,2	25,0%	11,3	4,0	54,1%
Custos das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-22,4	-23,3	-26,4	-24,7	-1,7	6,8%	-26,4	-4,0	18,1%
Fornecimentos e Serviços Externos	-145,1	-141,3	-139,1	-145,1	-3,2	2,2%	-148,3	-3,2	2,2%
Gastos com o pessoal	-151,0	-124,8	-126,9	-133,7	-3,2	2,4%	-136,9	14,1	-9,3%
Imparidade de Inventários (Perdas/reversões)	-0,7	-0,3	-1,2	-0,7	4,9	-744,5%	4,2	4,9	-724,0%
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	-31,3	-0,3	-1,5	0,3	-1,4	-425,5%	-1,1	30,2	-96,5%
Provisões (aumentos/reduções)	0,9	-11,3	0,1	-1,1	-1,4	129,4%	-2,5	-3,4	-383,0%
Imparidade de investimentos não depreciáveis (perdas /reversões)	-93,4	1,6	0,0	1,6	-2,1	-128,7%	-0,5	92,9	-99,5%
Outros Rendimentos	68,9	36,1	22,4	23,6	-1,5	-6,5%	22,1	-46,9	-68,0%
Outros Gastos	-4,3	-9,3	-4,2	-11,4	3,0	-26,5%	-8,4	-4,1	94,7%
Aumentos/reduções de justo valor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	-117,7	2,0	23,7	17,1	42,2	246,3%	59,3	177,0	-150,4%
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-60,2	-56,5	-57,9	-54,7	-1,0	1,7%	-55,6	4,6	-7,6%
Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis	1,2	0,9	0,6	0,7	0,1	12,9%	0,8	-0,3	-29,7%
Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	-176,7	-53,6	-33,6	-36,8	41,3	-112,3%	4,5	181,2	-102,6%
Aumentos/reduções de justo valor	2,4	1,3	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-2,4	-100,0%
Juros e rendimentos similares obtidos	3,7	0,2	0,0	0,0	0,2	388,8%	0,2	-3,5	-94,7%
Juros e gastos similares suportados	-107,6	-88,4	-76,7	-68,3	12,2	-17,9%	-56,1	51,5	-47,9%
Resultados antes de impostos	-278,3	-140,5	-110,3	-105,1	53,7	-51,1%	-51,4	226,9	-81,5%
Imposto sobre o rendimento do período	-0,4	-3,5	-0,8	-1,2	0,0	-4,2%	-1,1	-0,7	205,3%
Resultado Líquido e Integral do Período	-278,7	-144,0	-111,1	-106,2	53,7	-50,6%	-52,5	226,2	-81,2%

Tabela 8.3. Detalhe da Rubrica Vendas e Prestações de Serviços – CP 2018-2019 (M€)

	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019
Passageiros	262,2	11,6	4,4%	273,8
Outros	35,8	-5,3	-14,8%	30,5
Vendas e Prestações de Serviços	298,1	6,3	2,1%	304,4

Tabela 8.4. Demonstração consolidada dos resultados e de outro rendimento integral - CP 2019

(M€) – Peso das rubricas no VN

	31-12-2019	% VN
RENDIMENTOS E GASTOS		
Vendas e Prestação de Serviços	304,4	85,2%
Subsídios à Exploração	40,0	11,2%
Ganhos/perdas imputadas de subsidiárias e empreendimentos conjuntos	1,6	0,4%
Variações nos inventários da Produção	-0,1	0,0%
Trabalhos para a própria entidade	11,3	3,2%
Custos das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-26,4	-7,4%
Fornecimentos e Serviços Externos	-148,3	-41,5%
Gastos com o pessoal	-136,9	-38,3%
Imparidade de Inventários (Perdas/reversões)	4,2	1,2%
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	-1,1	-0,3%
Provisões (aumentos/reduções)	-2,5	-0,7%
Imparidade de investimentos não depreciáveis (perdas /reversões)	-0,5	-0,1%
Outros Rendimentos	22,1	6,2%
Outros Gastos	-8,4	-2,4%
Aumentos/reduções de justo valor	0,0	0,0%
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	59,3	16,6%
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-55,6	-15,6%
Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis	0,8	0,2%
Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	4,5	1,3%
Aumentos/reduções de justo valor	0,0	0,0%
Juros e rendimentos similares obtidos	0,2	0,1%
Juros e gastos similares suportados	-56,1	-15,7%
Resultados antes de impostos	-51,4	-14,4%
Imposto sobre o rendimento do período	-1,1	-0,3%
Resultado Líquido e Integral do Período	-52,5	-14,7%

Tabela 8.5. Detalhe do Resultado Financeiro – CP 2015-2019 (M€)

	2015	2016	2017	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019	Δ19/15 V.A	Δ19/15 %
Juros e rendimentos similares obtidos	3,7	0,2	0,0	0,0	0,2	388,8%	0,2	-3,5	-94,7%
Juros e gastos similares suportados	-107,6	-88,4	-76,7	-68,3	12,2	-17,9%	-56,1	51,5	-47,9%
Resultado Financeiro	-104,0	-88,2	-76,6	-68,3	12,4	-18,1%	-55,9	48,1	-46,2%

Tabela 8.6. Demonstrações da Posição Financeira Consolidada - RENFE 2015-2019 (M€)

	2015	2016	2017	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019	Δ19/15 V.A	Δ19/15 %
ATIVO									
Ativo Não Corrente									
Ativos Fixos Tangíveis	6.532,4	6.405,7	6.342,6	6.266,3	-86,2	-	6.180,1	-352,3	-5,4%
Ativos Intangíveis	57,6	52,2	51,2	46,5	-2,4	-5,2%	44,1	-13,5	-23,5%
Direito de uso de Ativos (IFRS16)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Participações Financeiras - MEP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Participações Financeiras - Outros Métodos	154,1	149,4	137,3	139,9	5,3	3,8%	145,2	-8,9	-5,8%
Outros Investimentos Financeiros	39,9	76,9	181,4	228,1	19,4	8,5%	247,5	207,5	519,7%
Ativos por impostos diferidos	23,4	6,5	4,8	4,1	-0,8	-18,6%	3,3	-20,1	-85,8%
Total do Ativo Não Corrente	6.807,5	6.690,6	6.717,4	6.684,9	-64,7	-1,0%	6.620,2	-187,4	-2,8%
Ativo Corrente									
Inventários	68,6	81,6	89,3	99,6	15,1	15,1%	114,6	46,0	67,1%
Clientes	265,4	287,5	359,3	374,0	68,3	18,3%	442,3	176,9	66,6%
Adiantamento a fornecedores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Estado e Outros Entes Públicos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Accionistas/Sócios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Outros Créditos a receber	910,9	726,3	1.021,5	1.411,3	-111,6	-7,9%	1.299,7	388,8	42,7%
Diferimentos	8,6	5,4	3,7	2,7	-0,4	-16,2%	2,2	-6,4	-74,0%
Ativos Financeiros detidos para negociação	0,5	0,8	2,9	0,1	0,8	581,8%	0,9	0,4	70,8%
Outros Activos Financeiros	133,1	10,5	4,7	8,9	0,6	6,2%	9,5	-123,7	-92,9%
Ativos Não Correntes Detidos para Venda	0,0	0,0	0,0	3,6	-3,6	-99,7%	0,0	0,0	-
Caixa e depósitos bancários	432,5	63,6	20,0	52,7	99,9	189,6%	152,7	-279,9	-64,7%
Total Ativo Corrente	1.819,7	1.175,7	1.501,4	1.953,0	69,0	3,5%	2.021,9	202,2	11,1%
Total do Ativo	8.627,2	7.866,3	8.218,8	8.637,9	4,2	0,0%	8.642,1	14,9	0,2%
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO									
Capital Próprio									
Capital Subscrito	3.449,4	3.449,4	3.449,4	3.449,4	0,0	0,0%	3.449,4	0,0	0,0%
Reservas Legais	-531,2	-499,6	-534,2	-466,8	134,6	-28,8%	-332,2	199,0	-37,5%
Outras Reservas	13,0	14,0	25,8	21,9	-3,0	-13,6%	18,9	6,0	46,2%
Resultados Transitados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Ajustamento e outras variações no capital próprio	11,8	17,3	13,8	15,8	-15,5	-98,3%	0,3	-11,5	-97,7%
Resultado Líquido do Período	42,3	-35,3	69,8	111,4	-10,7	-9,6%	100,7	58,4	138,0%
Total do Capital Próprio	2.985,3	2.945,9	3.024,7	3.131,7	105,4	3,4%	3.237,1	251,8	8,4%
PASSIVO									
Passivo Não Corrente									
Provisões	61,1	108,0	101,3	92,8	1,6	1,7%	94,4	33,3	54,6%
Financiamentos Obtidos	4.331,8	3.705,6	3.601,3	3.127,7	401,9	12,8%	3.529,6	-802,2	-18,5%
Outras Dívidas a Pagar	36,1	15,9	17,1	16,6	-6,2	-37,4%	10,4	-25,7	-71,3%
Total Passivo não Corrente	4.428,9	3.829,5	3.719,6	3.237,1	397,3	12,3%	3.634,4	-794,6	-17,9%
Passivo Corrente									
Fornecedores	578,1	484,1	574,9	604,4	33,9	5,6%	638,4	60,3	10,4%
Adiantamento de Clientes	36,6	43,0	45,4	47,8	7,3	15,3%	55,1	18,5	50,7%
Estado e Outros Entes Públicos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Accionistas/Sócios	4,9	0,7	0,0	1,1	2,4	-2,5	-51,6%		
Financiamentos Obtidos	435,4	372,9	612,1	1.359,0	-570,5	-42,0%	788,5	353,1	81,1%
Passivos de Locação - IFRS 16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Outra dívidas a pagar	113,2	141,3	188,1	197,6	27,6	13,9%	225,2	112,0	99,0%
Diferimentos	44,8	48,9	53,9	59,0	2,0	3,3%	61,0	16,2	36,3%
Passivos Financeiros detidos para negociação	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Total Passivo Corrente	1.212,9	1.090,9	1.474,5	2.269,1	-498,5	-22,0%	1.770,6	557,7	46,0%
Total Passivo	5.641,9	4.920,4	5.194,1	5.506,1	-101,2	-1,8%	5.405,0	-236,9	-4,2%
Total do Capital Próprio+Passivo	8.627,2	7.866,3	8.218,8	8.637,9	4,2	0,0%	8.642,1	14,9	0,2%

Tabela 8.7. Demonstrações consolidadas dos resultados e de outro rendimento integral – RENFE
2015-2019 (M€)

	2015	2016	2017	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019	Δ19/15 V.A	Δ19/15 %
RENDIMENTOS E GASTOS									
Vendas e Prestação de Serviços	2.277,3	2.338,1	2.441,2	2.514,3	45,0	1,8%	2.559,3	281,9	12,4%
Subsídios à Exploração	795,5	739,6	1.015,1	1.343,2	42,5	3,2%	1.385,7	590,1	74,2%
Ganhos/perdas imputadas de subsidiárias e empreendimentos conjuntos	7,4	10,9	7,6	7,4	6,4	87,4%	13,8	6,4	86,4%
Variações nos inventários da Produção	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Trabalhos para a própria entidade	113,9	148,1	144,4	136,7	-2,3	-1,7%	134,4	20,5	18,0%
Custos das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-77,0	-85,2	-89,3	-95,6	-4,6	4,8%	-100,2	-23,3	30,2%
Fornecimentos e Serviços Externos (Outros Gastos de Exploração)	-1.820,5	-1.818,0	-2.111,6	-2.444,9	-84,8	3,5%	-2.529,7	-709,2	39,0%
Gastos com o pessoal	-899,7	-877,9	-892,8	-915,2	-36,7	4,0%	-951,9	-52,2	5,8%
Imparidade de Inventários (Perdas/reversões)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Imputações de subvenções de imobilizado	0,7	0,7	0,6	0,6	0,1	14,5%	0,7	0,0	4,3%
Provisões (aumentos/reduções)	1,2	3,5	1,2	6,9	-2,9	-42,5%	4,0	2,8	225,8%
Imparidade de investimentos não depreciáveis (perdas /reversões)	86,7	-14,2	-22,6	-16,1	6,7	-41,8%	-9,4	-96,1	-110,8%
Outros Rendimentos	22,8	0,0	0,1	0,0	10,4	104300,0%	10,4	-12,4	-54,3%
Outros Gastos	0,0	-42,3	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Aumentos/reduções de justo valor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	508,5	403,2	494,0	537,2	-20,2	-3,8%	517,1	8,6	1,7%
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-358,0	-361,2	-364,9	-366,7	-5,1	1,4%	-371,8	-13,9	3,9%
Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	150,5	42,0	129,1	170,5	-25,3	-14,8%	145,2	-5,3	-3,5%
Aumentos/reduções de justo valor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Juros e rendimentos similares obtidos	15,5	4,9	3,9	5,7	4,2	74,9%	9,9	-5,6	-36,1%
Juros e gastos similares suportados	-117,1	-87,9	-62,0	-55,2	12,9	-23,4%	-42,3	74,8	-63,9%
Resultados antes de impostos	48,9	-40,9	70,9	120,9	-8,1	-6,7%	112,8	64,0	130,9%
Imposto sobre o rendimento do período	-6,4	5,6	-1,1	-9,5	-2,6	27,7%	-12,1	-5,8	90,3%
Resultado Líquido e Integral do Período	42,5	-35,3	69,8	111,4	-10,7	-9,6%	100,7	58,2	137,0%

Tabela 8.8. Demonstração consolidada dos resultados e de outro rendimento integral - RENFE
2019 (M€) – Peso das rubricas no VN

	31-12-2019	% VN
RENDIMENTOS E GASTOS		
Vendas e Prestação de Serviços	2.559,3	62,5%
Subsídios à Exploração	1.385,7	33,9%
Ganhos/perdas imputadas de subsidiárias e empreendimentos conjuntos	13,8	0,3%
Variações nos inventários da Produção	0,0	0,0%
Trabalhos para a própria entidade	134,4	3,3%
Custos das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-100,2	-2,4%
Fornecimentos e Serviços Externos (Outros Gastos de Exploração)	-2.529,7	-61,8%
Gastos com o pessoal	-951,9	-23,3%
Imparidade de Inventários (Perdas/reversões)	0,0	0,0%
Imputações de subvenções de imobilizado	0,7	0,0%
Provisões (aumentos/reduções)	4,0	0,1%
Imparidade de investimentos não depreciáveis (perdas /reversões)	-9,4	-0,2%
Outros Rendimentos	10,4	0,3%
Outros Gastos	0,0	0,0%
Aumentos/reduções de justo valor	0,0	0,0%
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	517,1	12,6%
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-371,8	-9,1%
Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis	0,0	0,0%
Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	145,2	3,5%
Aumentos/reduções de justo valor	0,0	0,0%
Juros e rendimentos similares obtidos	9,9	0,2%
Juros e gastos similares suportados	-42,3	-1,0%
Resultados antes de impostos	112,8	2,8%
Imposto sobre o rendimento do período	-12,1	-0,3%
Resultado Líquido e Integral do Período	100,7	2,5%

Tabela 8.9. Detalhe das Vendas e Prestações de Serviços – RENFE 2018-2019 (M€)

	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019
Passageiros	2.251,7	57,4	2,5%	2.309,0
Transporte de Mercadorias e Manutenção	252,9	-18,2	-7,2%	234,7
Aluguer de Material Ferroviário	9,7	5,8	59,6%	15,5
Vendas e Prestações de Serviços	2.514,3	45,0	1,8%	2.559,3

Tabela 8.10. Análise Rendibilidade – CP 2015-2019 (M€)

Análise Económica - Análise de Rentabilidade	2015	2016	2017	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019	Δ19/15 V.A	Δ19/15 %
Volume de Negócios	260,6	275,0	300,4	308,3	48,8	15,8%	357,1	96,6	37,1%
Gastos Variáveis (CMVMC)	-22,4	-23,3	-26,4	-24,7	-1,7	6,8%	-26,4	-4,0	18,1%
Margem Bruta = Resultado Bruto = VN - GV	238,2	251,8	274,0	283,6	47,1	16,6%	330,7	92,5	38,8%
Gastos Fixos Desembolsáveis	-296,1	-266,1	-266,0	-278,8	-6,4	2,3%	-285,2	10,9	-3,7%
Gastos Fixos Não Desembolsáveis	-118,8	-39,2	-41,6	-41,6	0,6	-1,3%	-41,0	77,8	-65,5%
Resultado Operacional = RAJI = EBIT (VN - GV - GF)	-176,7	-53,6	-33,6	-36,8	41,3	-112,3%	4,5	181,2	-102,6%
Juros	-101,6	-86,9	-76,6	-68,3	12,4	-18,1%	-55,9	45,7	-44,9%
Resultado Antes de Imposto	-278,3	-140,5	-110,3	-105,1	53,7	-51,1%	-51,4	226,9	-81,5%
Imposto sobre o rendimento do período - IRC	-0,4	-3,5	-0,8	-1,2	0,0	-4,2%	-1,1	-0,7	205,3%
Resultado Líquido do Período	-278,7	-144,0	-111,1	-106,2	53,7	-50,6%	-52,5	226,2	-81,2%

Tabela 8.11. Análise Rendibilidade – RENFE 2015-2019 (M€)

Análise Económica - Análise de Rentabilidade	2015	2016	2017	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019	Δ19/15 V.A	Δ19/15 %
Volume de Negócios	3.194,2	3.236,8	3.608,2	4.001,6	91,6	2,3%	4.093,2	899,0	28,1%
Gastos Variáveis (CMVMC)	-77,0	-85,2	-89,3	-95,6	-4,6	4,8%	-100,2	-23,3	30,2%
Margem Bruta = Resultado Bruto = VN - GV	3.117,2	3.151,5	3.518,9	3.906,0	87,0	2,2%	3.992,9	875,7	28,1%
Gastos Fixos Desembolsáveis	-2.720,1	-2.696,0	-3.004,4	-3.360,1	-121,5	3,6%	-3.481,6	-761,5	28,0%
Gastos Fixos Não Desembolsáveis	-246,6	-413,5	-385,5	-375,3	9,2	-2,5%	-366,1	-119,5	48,5%
Resultado Operacional = RAJI = EBIT (VN - GV - GF)	150,5	42,0	129,1	170,5	-25,3	-14,8%	145,2	-5,3	-3,5%
Juros	-101,6	-83,0	-58,1	-49,6	17,2	-34,6%	-32,4	69,2	-68,1%
Resultado Antes de Imposto	48,9	-40,9	70,9	120,9	-8,1	-6,7%	112,8	64,0	130,9%
Imposto sobre o rendimento do período - IRC	-6,4	5,6	-1,1	-9,5	-2,6	27,7%	-12,1	-5,8	90,3%
Resultado Líquido do Período	42,5	-35,3	69,8	111,4	-10,7	-9,6%	100,7	58,2	137,0%

Tabela 8.12. Detalhe dos FSE – RENFE 2018-2019 (M€)

	2018	Δ19/18 V.A	Δ19/18 %	2019
Rendas e royalties	28,5	6,1	21,3%	34,5
Reparação e manutenção	491,9	12,9	2,6%	504,8
Serviços profissionais	34,2	3,1	9,2%	37,3
Transportes	6,2	0,2	2,9%	6,4
Prémios de seguro	6,2	0,0	-0,1%	6,2
Serviços bancários	9,2	0,4	4,4%	9,6
Publicidade e publicidade	19,2	0,9	4,8%	20,1
Energia de tracção eléctrica	240,8	-1,0	-0,4%	239,8
Combustível de tracção	34,9	-1,7	-4,8%	33,2
Outras utilizações de energia para além da tracção	20,7	-1,3	-6,1%	19,5
Outros fornecimentos	7,4	-0,2	-2,2%	7,3
Taxas Adif	1.228,5	43,8	3,6%	1.272,3
Outros serviços	312,5	20,4	6,5%	332,9
Variação nas disposições relativas às operações comerciais	2,7	0,4	14,3%	3,1
Impostos	2,1	0,7	31,2%	2,8
FSE	2.444,9	84,8	3,5%	2.529,7