

ANÁLISE DOS RISCOS NA MÉTRICA DE INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS DAS EMPRESAS DE CONSTRUÇÃO

RISK ANALYSIS ON MEASURE OF FINANCIAL INDICATORS OF CONSTRUCTION ENTERPRISES

ANÁLISIS DE RIESGOS EN INDICADORES ECONÓMICOS Y MEDIDA FINANCIERA DE CONSTRUCTORAS

André Soares de Menezes Lima

Email: andresoares_201@hotmail.com

Doutorado em Administração. Diretor e Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, MG, Brasil

Nilton Cesar Lima,

Email: niltoncesar@facic.ufu.br

Doutorado em Administração. Diretor e Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, MG, Brasil

Gustavo Henrique Silva de Souza

Email: souza.g.h.s@hotmail.com.br

Mestre em Psicologia Organizacional. Professor Assistente do Instituto Federal do Norte de Minas Gerais, Campus Teófilo Otoni, MG, Brasil.

Vidigal Fernandes Martins

Email: vidigal@ufu.br

Doutorando em Administração. Professor Adjunto da Universidade Federal de Uberlândia. Conselheiro Efetivo do CRCMG. Membro da Academia Mineira de Ciências Contábeis, Uberlândia, MG, Brasil.

Manuscript first received/*Recebido em*: 31/08/2015 Manuscript accepted/*Aprovado em*: 30/06/2016

Avaliação: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Resumo

As empresas de construção civil que optam por participar da execução de obras públicas estão expostas a diversos riscos durante a execução de suas atividades. Muitas dessas obras ficam paralisadas devido ao fato de que as companhias não conseguem arcar com os elevados custos de sua execução. Diante desse fato, este estudo buscou identificar, por meio da análise das demonstrações contábeis das companhias de construção pesada listadas na Bovespa, quais os

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

principais riscos aos quais essas empreiteiras estão expostas. Foi possível evidenciar que as empresas que realizam esse tipo de atividade precisam lidar com diversos fatores alheios ao seu controle, bem como a alta complexidade da atividade em si. Foi possível identificar também que várias empresas que se enquadram nesse contexto sofrem com problemas de liquidez e com o impacto negativo nos seus lucros. Tais problemas se devem, principalmente, à inadimplência dos governos e instituições públicas, prejudicando o ciclo operacional das empreiteiras. Identificou-se que os principais riscos para as companhias de construção pesada são os constantes atrasos no repasse de verbas, bem como o não pagamento destas, além das dificuldades impostas aos gestores dessas empresas, que precisam lidar com um ciclo operacional mais longo e com a execução de uma atividade com um alto grau de complexidade.

Palavras-chave: obras públicas, análise de demonstrações, construção pesada.

Abstract

The construction companies that choose to participate in the execution of public works are exposed to various risks while performing their activities. Many of these works are paralyzed due to the fact that companies cannot afford the high costs of their implementation. Given this fact, this study sought to identify, through the analysis of the financial statements of the heavy construction companies listed on Bovespa, the risks to which these contractors are exposed. It was possible to note that companies that perform this type of activity must deal with many factors that go beyond their control, as well as with the high complexity of the activity itself. It was determined that several companies that fit this context suffer from liquidity problems and experience a negative impact on their profits. These problems are due mainly to the delinquency of governments and public institutions, undermining the operating cycle of the contractors. It was identified that the main risks for heavy construction companies are the constant delays in the transfer of funds, as well as the non-payment of these, added to the difficulties imposed on the managers of these companies, who have to deal with a longer operating cycle and the execution of an activity with a high degree of complexity.

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

Keywords: public Works, statements analysis, heavy construction.

Resumen

Empresas de construcción que opten por participar en la ejecución de obras públicas están expuestas a diversos riesgos durante la ejecución de sus actividades. Muchas de estas obras están paralizadas debido a que las empresas son incapaces de pagar los altos costos de su implementación. Dado este hecho, este estudio buscado identificar, a través del análisis de los Estados financieros de empresas listadas en la bolsa de valores de Sao Paulo de construcción pesada, ¿cuáles son los principales riesgos a que están expuestos estos contratistas. Fue posible evidencia de que las empresas que realizan este tipo de actividad deben lidiar con varios factores más allá de su control, así como la alta complejidad de la propia actividad. Fue posible identificar que varias empresas que caen dentro de este contexto sufren problemas de liquidez y el impacto negativo en sus beneficios. Tales problemas son debidas a los defectos de los gobiernos y las instituciones públicas, socavando el ciclo operacional de los contratistas. Identificado que los principales riesgos para las empresas de construcción pesada son los constantes retrasos en la transferencia de fondos, así como la falta de pago de estos, además de las dificultades impuestas a los administradores de estas empresas, que deben lidiar con un ciclo ya operativo y con la ejecución de una actividad con un alto grado de complejidad.

Palabras clave: obras públicas, análisis de los estados, construcción pesada.

Introdução

A execução de obras públicas tem se tornado um evento comum no Brasil nos últimos anos. Tal fato pode ser atribuído à realização de vários eventos internacionais que aumentam a demanda por obras de infraestrutura, bem como a programas governamentais que visam estimular o crescimento econômico do país. As obras públicas no Brasil são realizadas através de licitações, ou seja, a administração pública contrata entes privados para executar os trabalhos de construção. Essa modalidade de contratação apresenta características bastante peculiares. Os principais fatores que caracterizam a execução de obras públicas no Brasil consistem no fato de a administração pública ocupar uma posição de vantagem quanto aos contratos assinados com as construtoras (MELLO, 2009), além do fato destas assumirem os riscos técnicos e financeiros da empreitada (MATTOS, 2004). Diante desse fato, entende-se que as empresas que optam por participar de licitações para obras públicas estão expostas a diversos riscos, que podem ter impacto direto em sua posição econômica e financeira.

Essa breve abordagem tonifica a realização desta pesquisa pela necessidade de se identificar os riscos, para as empreiteiras, oriundos da execução de obras públicas, tendo em vista a grande quantidade de obras paralisadas no país em função da incapacidade dos entes privados de arcar com os custos desses empreendimentos. Sendo assim, esta pesquisa teve como Objetivo Geral identificar os principais fatores de risco para as empresas de construção pesada que estão listadas na Bovespa e que participam de licitações de obras públicas, por meio da análise de suas demonstrações contábeis.

Como requisito complementar ao objetivo geral, esta pesquisa procurou delinear os seguintes objetivos específicos: apresentar o contexto que envolve as obras públicas no Brasil; apresentar os principais conceitos relacionados à análise de demonstrações contábeis; calcular os indicadores econômico-financeiros de empresas de construção pesada listadas na Bovespa e identificar, por meio dos indicadores obtidos, os fatores de risco, bem como os impactos econômicos e financeiros advindos da execução de obras públicas. A partir desses propósitos e da contextualização apresentada, procurou-se responder ao seguinte problema de pesquisa: sob o ponto de vista da análise das demonstrações contábeis, quais os fatores de risco para as empresas de construção pesada listadas na Bovespa que executam obras públicas no Brasil?

Em vista do objeto de estudo e suas proposições apresentada e problematizada, acerca dos resultados dos demonstrativos contábeis, buscou-se estruturar a pesquisa conforme apresentado a seguir:

Primeiramente, são explicitadas as principais características das obras públicas no Brasil, tais como os regimes de empreitada, o formato dos contratos e outros aspectos considerados relevantes; foi feito um levantamento da Lei nº. 8.666 de 1993, que trata dos processos de licitação, além de conceitos tratados por Azevedo, Croce e Mello (2008), Travain (2011), Justen Filho (2010), Mello (2009), Rocha (2005) e Mattos (2004). Em seguida, este estudo tratou dos conceitos relacionados à análise de demonstrações contábeis e os índices econômico-financeiros, além da sua importância para o diagnóstico da situação das empresas. Foram mencionados os índices mais usados, bem como suas definições e os grupos patrimoniais que os afetam, conforme tratado por Duarte e Lamounier (2007), Neves (2003), Oliveira, *et al* (2010), Assaf Neto (2010), Iudíibus (2009), Gitman (2010), Diniz, Martins e Miranda (2012). Posteriormente, esta pesquisa traz um estudo das empresas que se enquadram no escopo desta pesquisa, ou seja, empresas de construção pesada que estejam listadas na Bovespa e que realizam obras públicas. Tal estudo se inicia com uma breve descrição das entidades estudadas e fatos relevantes que podem auxiliar no diagnóstico de sua situação econômico-financeira. As demonstrações contábeis divulgadas no sitio virtual da Bovespa serviram de base para a realização deste estudo. Em seguida, foram aplicadas as ferramentas de análise de demonstrações contábeis, com o objetivo de identificar os principais fatores de risco para as entidades analisadas, bem como a relação entre tais fatores e o contexto das obras públicas no Brasil.

1. O contexto das obras públicas no Brasil

A Lei nº 8.666/93, também conhecida como Lei das Licitações, estabelece as normas para as licitações e contratos administrativos pertinentes a obras no âmbito governamental. De acordo com o dispositivo legal, entende-se por obra “toda construção, reforma, fabricação, recuperação ou ampliação, realizada por execução direta ou indireta” (BRASIL, 1993).

Justen Filho (2010, p. 123) complementa que obra e serviço de engenharia consistem em contratos cujo objeto é a obrigação de se executar uma atividade, mesmo que seja

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

necessário o uso de materiais ou equipamentos. O interesse da administração pública é de obter a execução da atividade através de esforços realizados pelo ente privado contratado. Os contratos para execução de obras públicas consistem naqueles realizados pela Administração Pública com um ente particular para executar uma construção, representando, dessa forma, uma modalidade de contrato administrativo, conforme afirma (TRAVAIN, 2011).

Por outro lado, o fato de os contratos administrativos serem o meio pelo qual a Administração Pública realiza serviços essenciais justifica suas características peculiares, ou seja, existe nesses contratos a supremacia do interesse público sobre o privado, segundo (MELLO, 2009). Neste tipo de contrato, segundo Travain (2011) existem as denominadas cláusulas exorbitantes, que colocam a Administração Pública em posição superior em relação ao ente privado, salvaguardando o interesse público em detrimento do privado. A Lei das Licitações (Brasil, 1993) determina que os contratos de obras públicas podem ser celebrados em quatro modalidades. A primeira modalidade, conforme explicado por Azevedo, Croce e Mello (2008), é a empreitada por preço global, na qual o valor total do empreendimento é ajustado no ato da contratação, com possibilidade de pagamento parcelado ou do valor integral no final da execução da construção. A seguir, tem-se a empreitada por preço unitário, na qual, ainda conforme os autores, o preço da obra é dividido em unidades determinadas, como área construída ou material usado e a cada medição é devido o pagamento de uma parcela do valor total ajustado. No que compete à modalidade de tarefa, adota-se o regime de execução para obras de pequeno porte ou de etapas constituintes de uma obra de maior porte. Por último, admite-se o pagamento por preço global ou unitário e o ente que executa a construção dispense, em geral, apenas de mão-de-obra e instrumentos de trabalho (AZEVEDO; CROCE; MELLO, 2008). Em síntese, os autores afirmam que a empreitada geral consiste na contratação integral do empreendimento, em que todas as etapas deste ficam sob responsabilidade da empresa construtora.

Conforme Rocha (2005), a maior parte dos contratos de empreitada de obras públicas tem apresentado um resultado insatisfatório para as construtoras. Isso se deve a fatores importantes como a ausência de ferramentas gerenciais para controle dos riscos dos empreendimentos, que apresentam em geral um ciclo de vida longo. Os contratos de empreitada por preço global ou por preço unitário, dependendo de cada empreendimento,

trazem vantagens para a Administração Pública, sendo a modalidade mais preferida. Tal fato, permite maior eficiência na fiscalização e no pagamento e dão ao ente público maiores garantias com relação ao contrato. O autor afirma ainda que existem fatores inerentes aos contratos, como riscos políticos, que fogem ao controle dos entes privados, que por sua vez ficam limitados ao monitoramento, à preparação de planos de contingência e até mesmo à não aceitação do contrato.

Mattos (2004) analisa a questão através de outro escopo. Para o autor, as construtoras enxergam esses empreendimentos como uma espécie de operação financeira, ou seja, pretendem desembolsar recursos com a expectativa de obter uma determinada taxa de retorno após determinado período de tempo. O autor também entende que o ramo da construção de obras públicas representa riscos para as empresas empreiteiras. São fatores que ao longo prazo dos empreendimentos são onerados também pela inflação incidente no período, os constantes atrasos nos recebimentos e a disparidade entre os recursos de giro disponíveis e aqueles necessários, bem como aos juros que são destituídos no ciclo operacional do serviço a ser executado.

2. Instrumental de análise de demonstrações contábeis

Considerando a complexidade inerente ao contexto das obras públicas, os gestores das empresas têm a necessidade de obter informações mais detalhadas, que descrevam melhor o ambiente em que as entidades estão inseridas, permitindo assim que se tenha maior segurança na tomada de decisão (DUARTE; LAMOUNIER, 2007). Os autores afirmam ainda que a análise dos demonstrativos financeiros através do uso de indicadores permite aos gestores um diagnóstico mais aprimorado da situação das empresas e uma avaliação dos riscos, levando em consideração o contexto do mercado e as assertivas nos processos decisórios.

Neves (2003) complementa essa afirmação, ressaltando que a determinação de índices para analisar os impactos econômicos e financeiros das empresas de construção civil torna o processo de contratação mais confiável. Dessa forma, entende-se que a análise das demonstrações contábeis por meio de índices consiste no estabelecimento de uma relação lógica entre os diversos grupos patrimoniais, permitindo a mensuração da posição econômica

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

e financeira da empresa (OLIVEIRA, et al., 2010). Ainda conforme os autores, os índices refletem os impactos das operações da empresa e de outros fatores aos quais ela está exposta, de forma a descrever como se chegou à situação atual e servindo como guia para a adoção de políticas futuras. Além disso, reconhece-se que a eficiência da análise depende diretamente do conhecimento sobre as operações da empresa e dos fatores que afetam seu desempenho, tanto internos, como externos. Sob esse aspecto, sabe-se que a análise de balanços visa extrair informações contábeis de uma empresa e, a partir destas, traçar um panorama de sua situação econômico-financeira, além de evidenciar as causas que levaram à posição atual, bem como fazer a projeção de tendências futuras (ASSAF NETO, 2010).

De modo complementar e análogo, o professor Iudícibus (2009), afirma em sua literatura que a análise de balanços, em função de suas limitações e possibilidades, aponta muitos problemas a se investigar e poucas soluções, mas que pode ser uma poderosa ferramenta de controle se usada adequadamente. Para tanto, ainda segundo o autor, os registros contábeis devem ser mantidos com esmero e recomenda-se que os relatórios sejam auditados por profissionais capacitados. Além disso, é necessário atentar-se para o uso correto de valores iniciais e finais, bem como para o poder aquisitivo da moeda no decorrer do tempo.

Tendo em vista a importância do estudo das demonstrações financeiras, faz-se a seguir uma breve descrição das principais ferramentas de análise de demonstrativos contábeis.

No que compete ao quociente de liquidez e de endividamento, Iudícibus (2009), destaca que inicialmente deve-se conhecer o quociente de liquidez imediata. Este, evidencia o valor das disponibilidades que a empresa pode usar para saldar as dívidas presentes no passivo circulante. Em seguida, o autor ainda trata do índice de liquidez corrente, que apresenta a quantidade de recursos disponíveis e daqueles conversíveis em dinheiro no curto prazo que pode ser usada para cobrir as obrigações de curto prazo. Além destes, o autor ainda destaca que em relação ao índice de liquidez seca, que consiste em uma forma mais conservadora de se analisar a capacidade da empresa de arcar com suas obrigações com maior grau de exigibilidade, na qual os estoques são excluídos da análise – de modo que, a eliminação de uma fonte de incertezas, promova tal conservadorismo. Por último, o autor explica que o índice de liquidez geral detecta a saúde financeira da entidade, abrangendo o

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

longo prazo. Ou seja, são incluídos na análise os itens patrimoniais realizáveis e exigíveis a longo prazo.

Por outro lado, os quocientes de endividamento, também denominados índices de estrutura patrimonial, apresentam a relação de dependência da empresa em relação ao uso de capital de terceiros. Sob esse aspecto, o autor explica que o quociente de participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais, expressa qual a parcela dos ativos totais foi financiada por recursos de terceiros. Desse modo, o quociente de capitais de terceiros sobre os capitais próprios, que consiste em uma outra forma de estudar o quão dependente a empresa é em relação aos capitais de terceiros, vem em si, revelar a relação entre os valores totais das contas exigíveis e o valor do patrimônio líquido. Por fim, existe o índice de composição do endividamento, que consiste na análise da parcela dos exigíveis totais que vence em curto prazo (IUDÍCIBUS, 2009).

Paralelamente à esse entendimento do indicador de endividamento, Gitman (2010) apresenta em sua análise de quociente de endividamento um aspecto relevante para o diagnóstico da situação financeira das empresas. Trata-se do índice de cobertura de juros, que apresenta a relação entre o lucro antes dos juros e imposto de renda e o total das despesas financeiras do período, permitindo medir a capacidade que a empresa tem para honrar seus passivos com incidência de juros. À medida que seu valor é maior, mais capaz é a empresa de arcar com seus passivos onerosos.

Já os indicadores de Capital Circulante Líquido (CCL) e de Necessidade de Capital de Giro (NCG) também compõem o conjunto de instrumentos usados no processo de análise de demonstrações contábeis, sobretudo ao objeto de estudo, onde o ciclo operacional financeiro envolve altos valores, e, portanto, riscos, mediante contratos de obras públicas com o governo. Na compreensão de como se dá o aporte de capitais na organização, Assaf Neto (2010) remete inicialmente ao entendimento dos recursos aplicados nas empresas onde têm duas origens: eles podem ser recursos próprios, ou seja, que compõem o patrimônio líquido, ou podem ser recursos não-próprios, sendo parte integrante do passivo exigível. O autor afirma que, para que seja mantido o equilíbrio financeiro, os recursos de terceiros de curto prazo devem ser destinados exclusivamente para aplicações em ativos de curta duração. No entanto, como as entradas e saídas de recursos não ocorrem ao mesmo tempo, existe a

necessidade de se buscar fontes de longo prazo para que seja possível financiar ativos de curto prazo, como uma tentativa de compensar a falta de sincronia nas movimentações dos ativos e passivos circulantes. Com base nesse aspecto, o autor afirma que o CCL representa o montante excedente de ativos de curto prazo em relação aos passivos de curto prazo. Em outras palavras, esse indicador representa a quantidade de recursos de longo prazo alocada em ativos de curto prazo.

Logo, se por um lado o CCL representa o volume de recursos de longo prazo que financiam o giro da empresa, o NCG representa a quantidade de capital permanente necessária para sustentar o capital de giro. Sendo necessário, que se estabeleça uma relação entre o CCL e o NCG para que se possa fazer um diagnóstico do equilíbrio financeiro da empresa. Entende-se que existe uma situação segura somente quando o CCL excede o NCG, ou seja, quando existe excesso de recursos em comparação com as necessidades permanentes de capital de giro (ASSAF NETO, 2010).

Outro elemento importante na análise da situação das empresas é a alavancagem financeira. Assaf Neto (2010) aborda esse indicador afirmando que, ele é um produto da existência de recursos de terceiros dentro da estrutura de capital da entidade. Nos casos em que o custo de um investimento é menor que o retorno oriundo da aplicação de recursos, é vantajoso realizar o investimento. Entende-se que, a diferença positiva entre o retorno do investimento e o custo de captação gera uma elevação mais que proporcional nos resultados, gerando um efeito de alavanca na rentabilidade. Em resumo, a alavancagem financeira consiste na capacidade de elevação dos resultados líquidos dos proprietários a partir do uso de recursos de terceiros.

3. Empresas de construção pesada listadas na Bovespa

Considerando que o objeto deste estudo envolve a análise das empresas de construção pesada listadas na Bovespa. Foi realizada nesta seção a apresentação de quais empresas fizeram parte deste estudo, bem como um breve resumo dos fatores relevantes para a análise de sua situação econômico-financeira, mencionada em suas respectivas notas explicativas divulgadas no sitio virtual da Bovespa. Assim, destacaram-se as seguintes empresas de construção pesada de análise neste estudo:

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

Azevedo e Travassos S.A.:

A Azevedo e Travassos S.A. é uma empresa que realiza atividades relacionadas ao planejamento e execução de obras de construção civil, compra e venda de imóveis, além da participação em outras sociedades. Nos exercícios de 2012 e 2013, a maior parte da receita da empresa foi originada da recuperação de despesas administrativas e de recebimentos referentes a contratos de construção com as prefeituras de São Paulo e de Barueri, com o Departamento de Estradas de Rodagem de São Paulo e com a Companhia Paulista de Trens Metropolitanos. Atualmente, a entidade participa de licitações de obras públicas no setor de infraestrutura. A empresa possui três precatórios com o Governo do Estado de São Paulo, além de um precatório cuja baixa foi realizada no exercício de 2013. Além disso, a entidade pretende dar continuidade a ações de cobrança contra o Departamento de Estradas de Rodagem de São Paulo, com o objetivo de receber valores referentes a juros e correção monetária oriundos de atrasos no pagamento de créditos da empresa (BOVESPA, 2013).

Construtora Beter S.A.:

A Construtora Beter S.A. tem como atividade principal a construção civil, atuando nas áreas de engenharia civil, elétrica e mecânica, seja por administração ou empreitada. A empresa realiza também projetos, cálculos, estudos e prestação de assistência técnica. A empresa também possui precatórios a receber por meio de ações judiciais com sentenças transitadas em julgado. O pagamento dos valores referentes aos precatórios, segundo a administração, está virtualmente paralisado. No ano de 2008, a companhia ingressou com um pedido de recuperação judicial, que foi deferido no mesmo ano. Com o objetivo de usufruir das oportunidades do mercado sem sofrer as limitações provenientes da recuperação judicial, a entidade constituiu uma nova sociedade por ela controlada (BOVESPA, 2013).

Construtora Lix da Cunha S.A.:

A Construtora Lix da Cunha S.A., bem como suas controladas, exerce atividades relacionadas à construção civil, mais especificamente nos segmentos de construção pesada, terraplenagem e investimentos. A empresa possui valores a receber vencidos referentes a obras total ou parcialmente executadas junto a órgãos públicos, incluindo Prefeituras,

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

Departamentos Estaduais de Estradas de Rodagem e o Governo Federal. As demonstrações da empresa deixam evidente que os valores a receber representam quase em sua totalidade títulos sob tutela judicial de valores representativos, acrescidos de correções legais de acordo com a legislação pertinente. Além disso, três das controladas da entidade apresentaram passivo a descoberto nos exercícios de 2012 e 2013, forçando a constituição de provisões para perdas com investimentos (BOVESPA, 2013).

Mendes Júnior Engenharia S.A.:

A Mendes Júnior Engenharia S.A. é uma entidade que atua na execução de obras de construção civil pesada e outros serviços relacionados, como a locação de equipamentos. A administração tem expectativas quanto ao desfecho favorável de ações judiciais. Dá-se destaque à ação de cobrança referente a direitos creditórios junto ao Governo Federal. Ainda segundo a administração, a continuidade operacional da empresa depende da conclusão favorável dessa demanda judicial. Tais direitos creditórios referem-se a uma ação declaratória transitada em julgado contra a Companhia Hidro Elétrica do São Francisco (CHESF), cujos valores consistem em encargos financeiros oriundos de atraso no pagamento de serviços faturados. Nesta ação judicial, a União Federal foi admitida na qualidade de assistente da CHESF. Além disso, segundo a administração, a liquidação de diversas obrigações vencidas, tais como empréstimos e financiamentos, adiantamentos de clientes e debêntures, dependem diretamente do recebimento dos direitos creditórios. A administração menciona ainda que, logo foram iniciadas as obras referentes ao contrato com a CHESF, os pagamentos foram sistematicamente adiados, totalizando 1.500 faturas pagas em atraso. Tal fato afetou o equilíbrio econômico-financeiro da entidade, forçando a mesma a se desfazer de vários ativos com o objetivo de saldar diversas obrigações. Como consequência, houve também uma redução considerável no volume de operações da entidade. A empresa possui outros títulos a receber, referentes a serviços prestados junto a órgãos públicos. Os valores devidos, segundo a administração, estão em discussão com os devedores (BOVESPA, 2013).

Construtora Sultepa S.A.:

A Construtora Sultepa S.A. e suas controladas têm como atividade a execução de obras de construção com entes públicos e privados, em âmbito nacional e internacional. A administração relata que a atual situação econômico-financeira da entidade levou à tomada de medidas para compatibilizar os fluxos financeiros com suas operações. Além disso, a companhia teve vários problemas no ano de 2013, devido a uma greve do Departamento Nacional de Infraestrutura de Transportes (DNIT), que prejudicou aprovações de aditivos e novas obras. Ainda segundo a administração, há a expectativa de aumento do faturamento no exercício de 2014, justificada por tratar-se de ano eleitoral, no qual tradicionalmente há mais investimentos no setor de infraestrutura, tanto por parte do Governo Federal, como dos Governos Estaduais. Além disso, entende-se que várias ações do plano operacional da empresa sofrerão impacto de ações de terceiros, que fogem ao controle da entidade. A companhia apresenta valores a receber referentes a obras da BR 448. Há expectativa de recebimento do montante total no exercício de 2014. No entanto, parte dos valores encontram-se em fase de renegociação com o DNIT. As informações divulgadas nas notas explicativas deixam claro também que a maior parte dos valores a receber de clientes tem como devedores entes públicos. A entidade possui também demandas judiciais e precatórios a receber junto a órgãos públicos (BOVESPA, 2013).

4. Metodologia

No que se refere aos objetivos, esta pesquisa foi de cunho descritivo (GIL, 2002), ou seja, a abordagem introdutória, as proposições, problematizações e o tratamento teórico, onde se estabeleceu o breve entendimento desde o processo licitatório de obras públicas no Brasil, até os principais aspectos de análise de riscos associados à situação econômico-financeira das empreiteiras, bem como a evidenciação de quais empreiteiras ao objeto do presente estudo, perfizeram-se em síntese um método descritivo no estudo. Ainda com base no conceito apresentado pelo autor, esta pesquisa teve um cunho explicativo, pois buscou-se identificar fatores que podem prejudicar a situação econômica e financeira das empresas analisadas após a aplicações das equações apresentadas no Quadro 1.

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

Quanto à abordagem, caracterizou-se uma pesquisa de ordem quantitativa, pois foi realizada a conversão das informações contidas nas demonstrações contábeis analisadas em indicadores numéricos, permitindo dessa forma a sua classificação e análise (MENEZES; SILVA, 2005). Ainda em conformidade com os conceitos trazidos pelos autores, esta pesquisa adotou também uma abordagem qualitativa, uma vez que a interpretação dos fenômenos e a atribuição de significados constituíram elementos básicos no decorrer da pesquisa.

No que se refere aos procedimentos, esta foi uma pesquisa bibliográfica e documental e, através do uso da coleta documental como instrumento (LAKATOS; MARCONI, 2003), foi possível coletar as informações contábeis das empresas analisadas, necessárias para embasar a busca pela solução do problema de pesquisa no sítio da BM&FBovespa. O processo de análise das demonstrações contábeis das empresas que constituem o escopo desta pesquisa, ou seja, das empresas de construção pesada listadas na Bovespa deu-se através do cálculo dos indicadores ora apresentados, usando como base os respectivos relatórios financeiros das companhias analisadas. Com o objetivo de se obter uma base de comparação, os mesmos índices foram também calculados a partir das demonstrações consolidadas do setor de construção civil no Brasil, disponibilizadas no sítio do Instituto Assaf Neto (INSTITUTO ASSAF, 2015). Tais demonstrações envolvem empresas que executam tanto empreendimentos públicos, como privados.

As empresas objeto de análise já foram apresentadas na seção 4 deste estudo. Os indicadores calculados a partir dos relatórios financeiros das empresas analisadas utilizaram como base suas respectivas demonstrações contábeis consolidadas, exceto em casos específicos em que foram disponibilizadas apenas as demonstrações individuais. Tanto os índices calculados a partir dos respectivos relatórios das companhias em estudo, quanto aqueles obtidos a partir dos dados consolidados do setor de construção civil, ambos correspondendo aos exercícios de 2011, 2012 e 2013.

O Quadro 1 a seguir traz um resumo dos indicadores que foram utilizados para a realização da análise, suas respectivas fórmulas matemáticas e outras informações consideradas relevantes:

Quadro 1: Principais indicadores econômico-financeiros para análise de riscos

Grupo de indicadores	Indicadores	Equações	Observações
----------------------	-------------	----------	-------------

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

Índices de liquidez	Liquidez Imediata	$\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$	A função desse grupo de indicadores é de evidenciar a situação financeira de uma empresa no que se refere ao cumprimento de compromissos financeiros assumidos. Existe a possibilidade desses indicadores serem "melhorados" por diversos fatores, tais como diferentes possibilidades de classificação de um ativo ou o pagamento de passivos circulantes, logo antes do fechamento das demonstrações, bem como o endividamento, logo após o início do exercício seguinte. Além disso, fatores como o caráter estático das informações usadas no cálculo dos índices e diferenças nos prazos de realização e vencimento de ativos e passivos circulantes, respectivamente, podem afetar os indicadores.
	Liquidez corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	
	Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$	
	Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{RLP}}{\text{Passivo Circulante} + \text{ELP}}$	
Índices de estrutura de capital	Capital de terceiros sobre recursos totais	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{ELP}}{\text{Passivo Circulante} + \text{ELP} + \text{PL}}$	Esses indicadores apresentam a relação de dependência da empresa em relação ao uso de capitais de terceiros. Embora sejam relevantes, eles podem apresentar distorções de valores devido ao fato de não existir correção monetária das contas patrimoniais, principalmente das contas de Imobilizado.
	Capital de terceiros sobre capital próprio	$\frac{\text{Exigível total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	
	Composição do endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Exigível total}}$	
	Índice de cobertura de juros	$\frac{\text{Lucro antes dos juros e IR}}{\text{Juros}}$	
NCG e CCL	Capital Circulante Líquido	Ativo Circul. – Passivo Circul.	Esse grupo de indicadores dá maior ênfase às atividades operacionais da empresa, ou seja, aquelas que têm por objetivo permitir que a empresa execute sua atividade fim, não considerando as transações que envolvam captação e aplicação de recursos e as aquisições de imobilizados para fins de investimento.
	Necessidade de capital de giro	Ativo cíclico – Passivo Cíclico	

Fonte: Assaf Neto (2010); Gitman (2010); Diniz, Martins e Miranda (2012) e Iudícibus (2009) - Adaptado.

5. Resultados

Através da aplicação dos procedimentos metodológicos, bem como após o cálculo das equações, foi possível realizar uma análise da posição econômica e financeira das empresas que constituem o escopo deste estudo. As principais observações realizadas a partir das informações obtidas são apresentadas a seguir.

Azevedo e Travassos S.A.:

No que se refere aos índices de liquidez, a empresa Azevedo e Travassos S.A. apresenta valores próximos àqueles observados no setor de construção civil quando é observado o indicador de Liquidez Imediata. Esses valores indicam que a empresa não possui numerários suficientes em caixa e equivalentes para arcar com suas obrigações de curto prazo. No entanto, observou-se que a maior parcela do ativo circulante pode ser encontrada em Contas a Receber, conta esta que não compõe a base para cálculo da Liquidez Imediata. Tal fato tem reflexos nos indicadores que levam essa conta em consideração, ou seja, Liquidez Corrente e Liquidez Seca. Ambos os indicadores apresentam valores próximos aos obtidos a partir das demonstrações consolidadas do setor e indicam que a empresa, sob esse ponto de vista, é capaz de arcar com suas obrigações de curto prazo.

Para que esse cenário se concretize, é fundamental que os valores encontrados em Contas a Receber sejam convertidos em entradas efetivas de caixa. Nesse sentido, é necessário ressaltar que atrasos no recebimento de contas a receber podem afetar negativamente a capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo. É válido ressaltar também que a empresa analisada já enfrentou problemas dessa natureza, uma vez que pretende dar continuidade a uma ação de cobrança de juros e correção monetária referentes a atrasos de pagamentos por parte do Departamento de Estradas de Rodagem de São Paulo.

O impacto negativo do não recebimento de contas a receber também é perceptível quando são levados em consideração os ativos realizáveis a longo prazo e os passivos de longo prazo. Nesse sentido, observou-se que o indicador de Liquidez Geral demonstra que a empresa não conseguiria arcar com seu passivo exigível nos anos de 2011 e 2012, embora esse indicador tenha apresentado uma leve recuperação em 2013. Em todo o período analisado, esse indicador apresentou valores inferiores àqueles apresentados pelo setor de construção civil. É válido destacar que no ano de 2011, a conta Realizável a Longo Prazo possuía mais da metade de seu valor alocado em Contas a Receber.

No que se refere aos indicadores de estrutura de capital, foi possível perceber que a companhia depende mais de capitais de terceiros do que de capitais próprios. Essa realidade fica evidenciada quando se observa a proporção dos recursos de terceiros sobre os recursos totais e a proporção daqueles sobre o capital próprio. A posição da empresa nesse sentido não

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

apresenta muitas divergências quando comparada com a posição das empresas do setor de construção civil, sendo a única exceção o fato de a empresa apresentar uma dependência maior de capitais de terceiros do que o setor como um todo.

Foi detectado também, que a maior parte do endividamento da empresa analisada concentra-se nos passivos de longo prazo, conforme evidenciado pelo indicador de composição do endividamento, situação semelhante à apresentada pelos índices referentes ao setor. Merecem destaque a conta Empréstimos e Financiamentos, estão presentes no passivo circulante da empresa analisada e que possui o maior valor dentre as contas de mesma natureza e as contas de obrigações tributárias, que por sua vez constituem a maior parte do passivo não circulante.

Já o indicador de cobertura de juros da empresa demonstra que a empresa possui capacidade suficiente para honrar suas obrigações onerosas, em uma situação bastante semelhante à apresentada pelo indicador referente ao setor de construção civil. A única exceção observada ocorreu no ano de 2012, em que a empresa analisada apresentou uma capacidade muito maior de arcar com despesas financeiras do que o restante do setor.

Quanto à análise dos indicadores de Necessidade de Capital de Giro e de Capital Circulante Líquido, percebe-se que o único ano em que a empresa apresenta resultado favorável, ou seja, em que o CCL supera o NCG, é o ano de 2012. Quando comparado ao setor, percebe-se que este apresentou uma situação desfavorável em 2011 que, no entanto, se reverteu nos anos seguintes. Esse cenário evidencia que, mesmo que haja uma dependência operacional no que se refere a valores a receber, os ativos da construtora têm proporcionado um retorno positivo, embora não muito expressivo se comparado a outras oportunidades de mercado. A empresa também apresentou um retorno sobre o capital próprio positivo durante todo o período analisado, experimentando, no entanto, uma queda entre os anos de 2012 e 2013 de aproximadamente 8%. Novamente, percebe-se uma situação bastante favorável quando é feita a comparação com o setor de construção civil, que obteve um retorno muito inferior nos anos de 2011 e 2013, bem como um retorno negativo no ano de 2012. A margem de lucro da empresa durante todo o período analisado também foi positiva, sofrendo uma queda no ano de 2013. Neste caso, a empresa apresenta indicadores inferiores aos

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

apresentados pelo setor, com exceção no ano de 2012, em que o setor apresentou uma margem líquida negativa.

Quanto ao giro do ativo, nota-se que a construtora analisada obteve para esse indicador resultados positivos e crescentes durante todo o período, chegando a ter receitas de vendas que representam aproximadamente o dobro do investimento total. Já o setor de construção civil apresentou um valor de vendas inferior ao valor de investimentos durante os três anos analisados. Embora este cenário demonstre que a empreiteira analisada está em uma situação confortável no que se refere à relação entre seus investimentos e suas vendas. Deve-se ressaltar que uma parte considerável das vendas não representa entradas efetivas de caixa, haja visto que a empresa possui problemas com a liquidação de valores a receber e que a não realização destes, também pode ter um impacto negativo nos indicadores de rentabilidade.

Quando se trata da alavancagem financeira, é perceptível que a empresa analisada tem capacidade positiva de elevar seu lucro líquido através do uso do capital de terceiros. Esse cenário se repetiu durante todo o período em estudo e foi possível perceber também que, nesse contexto, a empresa se encontra em uma situação mais favorável quando comparada com o setor de construção civil, também durante todo o período.

Lix da Cunha S.A.:

Embora o setor de construção civil, durante o período de tempo analisado, não tenha apresentado uma capacidade de arcar com suas obrigações de curto prazo com o uso das disponibilidades, notou-se que a empresa Lix da Cunha S.A. apresenta valores muito baixos para o indicador de Liquidez Imediata, representando uma capacidade muito menor de cobertura dos passivos circulantes. No entanto, quando são observados os indicadores de Liquidez Corrente e Liquidez Seca, é possível notar um cenário diferente. Neste caso, a empresa observada apresenta capacidade de arcar com os passivos circulantes, embora essa capacidade seja menor do que a apresentada pelos indicadores do setor. É importante destacar que a conta que representa a maior parte, não só do ativo circulante, mas também dos ativos totais da construtora é a de Contas a Receber. Esse fato foi observado nos três anos analisados. Além disso, a empresa possui valores a receber vencidos referentes a obras total ou parcialmente executadas junto a órgãos públicos. Diante desse fato, é possível afirmar que,

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

para que a empresa seja capaz de arcar com seus passivos de curto prazo, é essencial que os valores a receber junto a órgãos públicos sejam efetivamente realizados.

Quando se observa o indicador de Liquidez Geral, é possível notar que, nos três anos analisados, a empresa apresenta capacidade de usar seus ativos circulante e realizáveis a longo prazo para arcar com seu passivo exigível, embora essa capacidade seja também inferior à capacidade apresentada pelo setor de construção civil. É necessário ressaltar que o mesmo cenário observado na conta Contas a Receber do ativo circulante também se aplica à conta de mesma natureza presente nos ativos realizáveis a longo prazo.

Partindo para a análise dos indicadores de estrutura de capital, notou-se que a empresa, durante os anos de 2011 a 2013, teve como fonte principal de recursos em capitais de terceiros, conforme evidenciado pela razão entre estes e os recursos totais. Quando se observa as empresas do setor sob o mesmo escopo e durante o mesmo período, nota-se que a empresa analisada usa mais recursos de terceiros do que a média do setor. Esse cenário também fica evidente quando se analisa a razão entre os capitais de terceiros e o capital próprio, uma vez que a construtora apresentou indicadores bastante elevados durante os três anos pesquisados, inclusive em comparação com os indicadores do setor referentes ao mesmo período. Quando são analisados os dados do setor de construção civil referentes à composição do endividamento, percebe-se, em geral, que a maior parte do passivo exigível é composta por obrigações de longo prazo, embora seus valores não sejam muito superiores aos dos passivos de curto prazo. No entanto, quando a análise é voltada para a empresa em estudo, percebe-se que os valores referentes a passivos de curto prazo são muito superiores aos valores dos passivos de longo prazo, evidenciando a necessidade de se buscar liquidez de curto prazo.

No que se refere ao índice de cobertura de juros, nota-se que a empresa teve capacidade, embora não muito elevada e, inclusive, não mais elevada do que a capacidade das outras empresas do setor, para honrar seus passivos onerosos nos anos de 2011 e 2013. Em 2012, porém, esse indicador apresentou valores negativos, pois a empresa já apresentava um resultado negativo mesmo antes de se levar em consideração as despesas financeiras.

Já os indicadores de CCL e NCG apresentam uma situação pouco favorável para a companhia, uma vez que em todos os anos do período o CCL da empresa não superou o NCG,

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

situação essa pior do que a apresentada pelo setor de construção civil, no qual o capital circulante líquido foi maior do que a necessidade de capital de giro nos anos de 2012 e 2013.

A empresa não apresenta uma situação favorável no que se refere ao retorno sobre os ativos e o retorno para os acionistas. Os indicadores de retorno sobre o ativo e retorno sobre o capital próprio da construtora analisada apresentaram valores negativos durante todo o período analisado, ao contrário do setor de construção civil, que apresentou resultados positivos nos anos de 2011 e 2013.

Com relação à alavancagem financeira, no entanto, nota-se que a empresa tem uma capacidade positiva de elevar seus resultados por meio do uso de capital de terceiros, superior à capacidade apresentada pelos indicadores consolidados do setor.

No que se refere à margem de lucro líquido, o setor de construção civil apresentou valores positivos nos anos de 2011 e 2013. Já a companhia analisada apresentou valores negativos para esse indicador em todo o período analisado, chegando a apresentar uma margem de lucro negativa em torno de 50% no ano de 2012. Quanto ao giro do ativo, a empresa apresenta um índice positivo durante todo o período. No entanto, os valores referentes à companhia para este indicador são bastante inferiores aos apresentados pelo setor de construção civil, o que representa um valor de realização de vendas pequeno em relação ao montante de ativos da empresa.

Mendes Júnior Engenharia S.A.:

A administração da empresa Mendes Júnior Engenharia S.A. deixou explícito em suas demonstrações contábeis que existem expectativas positivas no que se refere à solução de demandas judiciais oriundas de atrasos de pagamentos de serviços prestados junto a órgãos públicos. No entanto, tais atrasos têm afetado a situação econômica da empresa que se viu obrigada a desfazer de vários ativos para liquidar suas obrigações, indicando a existência de problemas relacionados à liquidez. A análise dos indicadores de liquidez torna ainda mais evidente essa realidade. Tanto os indicadores de Liquidez Imediata, como os de Liquidez Corrente e Liquidez Seca, demonstram que, nos três anos pesquisados, não seria possível para a entidade arcar com seus passivos de curto prazo sem que houvesse a liquidação de outros ativos, além de apresentar uma situação muito desfavorável quando são levadas em

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

consideração as outras empresas do setor de construção civil. É necessário destacar que os indicadores de Liquidez Corrente e Liquidez Seca apresentam valores iguais entre si, em todos os anos analisados, devido à inexistência de saldos na conta Estoques, que é desconsiderada para o cálculo da Liquidez Seca. O único indicador que demonstra que a empresa terá capacidade de arcar com seu passivo exigível, durante todo o período analisado, é o índice de Liquidez Geral, demonstrando, inclusive, uma situação mais favorável da empresa em comparação com o setor de construção civil. No entanto, é necessário destacar que pouco mais de 95% dos ativos realizáveis a longo prazo consistem nos direitos creditórios aos quais os relatórios contábeis da entidade se referem. Tais direitos representam pouco menos de 95% quando são levados em consideração os ativos circulantes em conjunto com os realizáveis a longo prazo. Esse fato comprova a afirmação feita pela administração da empresa em suas demonstrações contábeis de que o recebimento dos direitos creditórios é de vital importância para a continuidade operacional da companhia, bem como para o recebimento de numerários por parte de seus credores.

Com relação aos índices relacionados ao endividamento da empresa, tem-se que, como evidenciado pela razão entre os capitais de terceiros e recursos totais, a maioria dos recursos utilizados pela construtora são advindos de terceiros, ou seja, consistem em passivos exigíveis, sendo que houve uma elevação nesse indicador, que subiu de aproximadamente 52% em 2011 para aproximadamente 62% em 2013. Os indicadores referentes ao setor apresentam um cenário semelhante durante todo o período analisado. O mesmo cenário é evidenciado também pela razão entre os capitais de terceiros e o capital próprio, tanto da empresa, como do setor. A maior parte do endividamento da empresa concentrou-se no passivo não circulante durante os três anos analisados, conforme evidenciado pelo indicador de composição do endividamento. É necessário evidenciar que a liquidação desse passivo de longo prazo depende do recebimento pela empresa dos direitos creditórios já mencionados. Os indicadores referentes ao setor demonstram que a distribuição das obrigações entre curto e longo prazo durante os anos de 2011 a 2013 é mais uniforme do que aquela encontrada na construtora analisada, apresentando, em média, em torno de 44% de passivos no curto prazo.

No que se refere ao indicador de cobertura de juros, a construtora apresentou uma situação bastante desfavorável, com índices negativos em todo o período. Tal fato ocorreu

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

porque a empresa apresentou um resultado negativo mesmo antes de serem levados em consideração o resultado financeiro e os tributos, o que evidencia uma deficiência operacional da empresa.

A empresa apresentou, durante todo o período, uma necessidade de capital de giro negativa, ou seja, ela possui fontes de financiamento de curto prazo suficientes para cobrir os ativos de curto prazo, com sobra de recursos. Tal fato ameniza o cenário evidenciado pelos índices de liquidez de curto prazo menores que 1. O CCL, por sua vez, apresentou também valores negativos para todos os anos analisados, muito próximos aos valores encontrados para a NCG, mas inferiores, o que representa uma situação não muito confortável no ponto de vista operacional para a entidade. É necessário ressaltar que o setor de construção civil apresentou valores positivos para ambos os indicadores nos três anos e que somente em 2011 o CCL não excedeu a NCG.

Os indicadores de retorno sobre o ativo e retorno sobre o capital próprio da construtora demonstram que, em 2011, houve um retorno positivo tanto em relação aos ativos da empresa, como para seus acionistas. Esse cenário, no entanto, se inverteu nos dois anos seguintes, uma vez que ambos os indicadores apresentaram valores negativos, denotando perdas em relação aos investimentos.

Durante os três anos analisados, a companhia apresentou um indicador de alavancagem financeira positivo, o que demonstra a capacidade de elevação de seus resultados com o uso de recursos de terceiros. Os valores encontrados para esse indicador são bastante semelhantes àqueles referentes ao setor de construção civil.

Os indicadores de margem de lucro líquido e de giro do ativo evidenciam um cenário bastante peculiar para a companhia. No ano de 2011, a empresa apresentou um lucro líquido aproximadamente 300 vezes maior do que sua receita de vendas. Enquanto esta apresentou nesse ano um valor de aproximadamente R\$ 1.918.000,00, o lucro líquido foi de R\$ 578.906.000,00. Merece destaque o resultado financeiro do período, que alcançou o valor de R\$ 890.736.000,00, que é aproximadamente 464 vezes maior do que o resultado com vendas de bens e serviços. De fato, o volume de vendas da companhia foi muito pequeno nos três anos quando confrontado com o volume de ativos, uma vez que o giro do ativo apresentou durante todo o período valores positivos, mas muito próximos de zero. Nos anos de 2012 e

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

2013, no entanto, a companhia obteve prejuízo, em função dos resultados financeiros negativos. Ainda assim, é notável o quanto as receitas financeiras da companhia são superiores às receitas com vendas de bens e serviços. No ano de 2012, as receitas financeiras foram aproximadamente 72 vezes maiores do que o faturamento da companhia, enquanto que em 2013, esse fator caiu para 35, ainda assim demonstrando uma considerável discrepância entre os valores. Esse cenário, evidentemente, é muito distante daquele apresentado pelo setor de construção civil. Neste caso, as receitas financeiras representaram aproximadamente 7% do total das receitas brutas no ano de 2011, girando em torno de 5% nos dois anos seguintes. Isso deixa bastante claro que a construtora em questão tem obtido, de forma aparentemente anormal, resultados financeiros muito mais favoráveis do que aqueles obtidos através de sua atividade fim.

Sultepa S.A.:

A construtora evidenciou em seus relatórios contábeis uma relação de dependência entre seu desempenho operacional e fatores externos que não são previsíveis. Nesse sentido, é válido destacar a ocorrência de uma greve do DNIT no ano de 2013, que teria prejudicado a empresa quanto à aprovação de aditivos e novas obras. As demonstrações da empresa evidenciaram também que esta possui valores a receber junto a órgãos públicos, que constituem objeto de demanda judicial. Levando-se este fato em consideração, foi detectado que a empresa não possui ativos de curto prazo suficientes para liquidar suas obrigações de curto prazo, conforme evidenciado, nos três anos analisados, pelos indicadores de Liquidez Imediata, Corrente e Seca. Em todos os casos, a situação apresentada pela empresa é pior do que aquela apresentada pelo setor de construção civil. Quando são considerados os ativos e passivos de longo prazo, no cálculo do índice de Liquidez Geral, a empresa apresenta capacidade de cobertura de seu passivo exigível, embora os índices apresentados sejam inferiores àqueles referentes ao setor nos três anos analisados. No entanto, a maior parte dos ativos realizáveis a longo prazo consiste em valores a receber junto a instituições públicas, com a existência de demandas judiciais e valores em negociação em alguns casos. Portanto, a capacidade da construtora de liquidar seus passivos de curto e longo prazo depende do recebimento desses valores.

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

Quanto à estrutura de capital, a construtora apresentou durante todo o período, em média, 75% de seus recursos com origem em capital de terceiros, sendo essa proporção maior do que aquela apresentada pelo setor de construção civil. O montante de passivos exigíveis apresentou aumento durante os anos analisados, sendo que em 2013 o passivo exigível total representou quase quatro vezes o seu Patrimônio Líquido.

Conforme evidenciado pelo indicador de composição do endividamento, nos três anos analisados o passivo não circulante da empresa representou, em média, 73% do exigível total. Deve-se ressaltar que esse percentual de obrigações depende diretamente do recebimento dos valores realizáveis a longo prazo para ser liquidado. A empresa também apresenta um indicador de cobertura de juros negativo nos três anos analisados, devido ao fato de seu resultado operacional, sem considerar o resultado financeiro e os tributos, ter sido negativo em todo o período, evidenciando problemas com as operações da construtora.

O CCL e o NCG revelam um cenário desfavorável para a construtora, uma vez que o valor do primeiro é inferior ao valor do segundo durante todo o período em questão, evidenciando a ausência de capacidade de cobertura das necessidades de capital de giro da empresa. Esse cenário somente ocorreu para o setor de construção no ano de 2011, enquanto que nos outros anos a situação se inverteu. É necessário destacar que, conforme evidenciado pelo CCL, os passivos de curto prazo da companhia excederam os ativos de curto prazo em todos os anos.

Os indicadores de retorno sobre o ativo e retorno sobre o capital próprio apresentaram no ano de 2011 valores positivos, mas muito próximos de zero, enquanto que nos anos seguintes, esses valores ficaram negativos, indicando ausência de retorno para os acionistas e em relação aos ativos da empresa. O setor de construção civil apresentou valores negativos para esse indicador somente no ano de 2012. A companhia apresentou uma capacidade positiva de ampliação de seus resultados através do uso de capital de terceiros conforme evidenciado pelo indicador de alavancagem financeira durante todo o período. Este cenário é mais favorável do que o apresentado pelos indicadores consolidados do setor, embora os índices de alavancagem financeira deste também tenham sido favoráveis nos três anos.

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

A companhia apresentou uma margem de lucro líquido positiva no ano de 2011, enquanto que nos anos de 2012 e 2013, essa margem ficou negativa, sendo que o ano de 2012 foi aquele que apresentou o pior cenário para a companhia. O setor, por sua vez, apresenta valores positivos para este indicador nos anos de 2011 e 2013, sofrendo uma queda considerável no ano de 2012 com um valor negativo. O giro do ativo demonstra que a companhia apresentou um volume de vendas de bens e serviços que variou de 13% a 17% do valor de seu ativo total durante todo o período. Identificou-se, no entanto, que as outras empresas do setor venderam, em média, 33% dos valores do ativo, representando um volume consideravelmente maior do que o da companhia. As vendas de bens e serviços foram, para a companhia, a principal fonte de resultados durante todo o período.

Uma vez realizado o estudo dos indicadores, é necessário mencionar que o parecer dos auditores independentes, referente às demonstrações do ano de 2013, apresentou uma opinião com ressalvas. Primeiramente, destaca-se que os auditores não obtiveram resposta no processo de circularização referente aos saldos de transações com instituições financeiras, mais especificamente das contas Bancos Conta Movimento, Aplicações Financeiras e Empréstimos e Financiamentos. Os auditores independentes ficaram limitados a analisar os controles internos da empresa para emitir sua opinião. Quaisquer distorções relevantes nas contas patrimoniais mencionadas podem afetar diretamente os indicadores de liquidez e de estrutura patrimonial, bem como indicadores que levam em consideração o resultado financeiro. O parecer da auditoria detectou também que não foram apresentados os testes de *impairment* dos ativos imobilizados da companhia, impedindo um julgamento adequado acerca de sua recuperabilidade, bem como da necessidade de constituição de uma provisão para perdas desta natureza, que teria impacto direto no resultado do exercício. Além disso, foi detectado pelos auditores independentes que algumas empresas controladas possuem créditos a receber de suas controladoras indiretas, classificados no ativo não circulante e que decorrem de contratos de mútuo que não apresentam a existência de garantias reais para seu recebimento. Segundo o parecer, não foi possível calcular um valor adequado para a constituição de provisões com perdas.

6. Considerações finais

A partir da análise da posição econômico-financeira das companhias de construção pesada, foi possível identificar várias características que estas possuem em comum. Inicialmente, foi possível detectar que todas as companhias analisadas possuem algum tipo de deficiência no que se refere à sua liquidez. Foi possível detectar, também, que todas as empresas possuem problemas no que se refere a recebimento de numerários junto a órgãos governamentais, seja nas esferas Municipais, Estaduais ou Federal.

É natural que a ocorrência de atrasos ou de inadimplência referentes a valores a receber de venda de bens e serviços cause um impacto negativo muito significativo na eficiência operacional das companhias, independentemente de seu setor de atuação. No caso da construção civil, no entanto, o impacto negativo causado por esse evento pode ser bem mais significativo. Isso se deve à alta complexidade dessa atividade, que se traduz em um ciclo operacional mais longo. Esse fato faz com que as companhias precisem gastar mais recursos para concluir seus empreendimentos e gera a necessidade de buscar recursos junto a terceiros, enquanto encontram-se expostas a taxas de inflação incidentes durante um longo período que deterioram o retorno esperado em suas atividades. Nesse cenário, a inadimplência e os atrasos no repasse dos pagamentos colocam as companhias em uma situação muito difícil, afetando, em casos mais extremos, a sua continuidade.

Um caso bastante peculiar que pode, a princípio, contrariar esta realidade é o da empresa Mendes Júnior Engenharia S.A. Assim como todas as outras companhias analisadas neste estudo, ela possui algumas deficiências de liquidez. No entanto, o que chama atenção a respeito de sua posição patrimonial é o valor desproporcionalmente elevado de seus recebíveis de longo prazo. Esses valores consistem, na sua maior parte, em direitos creditórios referentes a encargos financeiros originados de atrasos de recebimentos. Evidentemente, não é natural que encargos financeiros a receber representem quase a totalidade dos ativos de uma empresa de construção civil. Somando-se a esse cenário, as receitas financeiras auferidas pela companhia foram substancialmente superiores às receitas operacionais, mesmo nos anos em que a empresa apresentou prejuízo, representando a principal fonte de resultados. Uma vez que os direitos creditórios estão sujeitos a juros e correção monetária, é possível abstrair que

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

há uma ligação direta entre esses direitos e os resultados financeiros, ambos com valores substancialmente elevados.

Pode-se abstrair a partir desse fato que a inadimplência dentro desse contexto, no caso específico da Mendes Júnior, é favorável, pois a empresa está auferindo resultados bastante favoráveis em consequência do não recebimento de valores a receber. Como o resultado financeiro tem sido muito superior à receita oriunda das operações normais da empresa, pode-se abstrair também que quaisquer deficiências operacionais podem ser facilmente sanadas através da obtenção de recursos junto a terceiros, como debenturistas e outras fontes de financiamento, com um custo de capital com grandes possibilidades ser inferior aos ganhos bastante elevados em função da inadimplência sofrida pela empreiteira.

Não é possível afirmar se há, por parte da administração da companhia, a intenção de provocar esse cenário, contando com o envolvimento de algum ente público. No entanto, é possível que isso tenha ocorrido no caso da Mendes Júnior. A investigação acerca da ocorrência desse fenômeno, porém, não faz parte do escopo desta pesquisa e, portanto, requer um estudo específico para que seja analisado com o grau de profundidade adequado e necessário tal fato. Em algumas das empreiteiras analisadas, por outro lado, foi detectada a existência de anomalias operacionais. Em um segmento cuja atividade apresenta um grau de complexidade muito elevado quando comparado com outros ramos, os equívocos cometidos pelos gestores têm um impacto negativo muito mais significativo. Em síntese, a dependência das empresas de construção em relação a fatores externos inerentes ao contexto das obras públicas, somada à alta complexidade de sua atividade fim, colocam os administradores em uma posição ainda mais delicada, tornando as companhias desse setor muito vulneráveis a decisões equivocadas por parte de suas respectivas administrações.

De toda forma, compreende-se que as empresas de construção pesada, que constituíram o escopo deste estudo, estão expostas a diversos riscos quando toma-se a decisão de participar da execução de empreendimentos públicos. Somado a isso, tem-se a existência de fatores externos, alheios ao controle das empreiteiras, bem como o alto grau de complexidade das atividades de construção civil, juntamente com os níveis de inadimplência aos quais as companhias estão expostas, exigindo dos gestores um maior cuidado no que se refere à tomada de decisões. A possibilidade de erros gerenciais em um cenário tão complexo

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

é bastante elevada e as consequências, que já seriam desfavoráveis em um contexto relativamente normal, são ainda piores devido às peculiaridades inerentes às atividades de construção civil.

O contexto das obras públicas no Brasil se mostra como um terreno fértil para a realização de outros questionamentos acerca do paralelo entre os riscos e os benefícios desse tipo de atividade. Incentiva-se a realização estudos, com um paralelo entre empresas de construção civil que possuem como clientes, exclusivamente, entes privados e aquelas que atuam junto a entes públicos, para que sejam identificados quais os fatores de risco comuns a ambas as modalidades e quais são exclusivos a cada uma delas. Sugere-se também a realização de estudos que aprofundem a análise dos custos de capital das empresas de construção e dos possíveis ganhos econômicos auferidos pelas construtoras em função da inadimplência de clientes públicos, bem como a possibilidade de conluio entre ambas as partes, visando a obtenção de benefícios econômicos.

Referências

Assaf Neto, A. (2010). Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro. Issue 9, São Paulo: Atlas.

Azevedo, W. A, Croce, J. C. B, Mello, S. M. C. (2008). Decisão por empreitada global ou unitária em obras públicas de reforma de edificações. Dissertação – Curso de Especialização em Auditoria de Obras Públicas da PUC-Rio, Departamento de Engenharia Civil, Rio de Janeiro, pp. 55.

Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo. (2014). Available in: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>, Acess in sept./2014.

Brasil. (1993). Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993.

Diniz, J. A, Martins, E, Miranda, G. J. (2012) Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica. São Paulo: Atlas.

Duarte, H. C. F, Lamounier, W. M. (2007). Análise financeira de empresas da construção civil por comparação com índices-padrão. Enfoque: Reflexão Contábil. Maringá, Vol.26, N.2, pp. 9-28.

Gil, A. C. (2002). Como elaborar projetos de pesquisa. Issue 4. São Paulo: Atlas, 2002.

Gitman, L. J. (2010). Princípios de Administração Financeira. Issue 12, São Paulo: Pearson Prentice Hall.

Análise dos Riscos na Métrica de Indicadores Econômico-Financeiros das Empresas de Construção

André Soares de Menezes Lima, Nilton Cesar Lima, Gustavo Henrique Silva de Souza, Vidigal Fernandes Martins

Instituto Assaf. (2015). Available in: <<http://www.institutoassaf.com.br>>, Acess in jan/2015.

Iudícibus, S. (2009). Análise de balanços. Issue 10, São Paulo: Atlas.

Justen Filho, M. (2010). Comentários à lei de licitações e contratos administrativos. Issue 14, São Paulo: Dialética.

Lakatos, E. M, Marconi, M. A. (2003). Fundamentos de metodologia científica. Issue 5, São Paulo: Atlas.

Mattos, R. M. M. (2004). A manutenção do equilíbrio econômico de contratos de obras públicas empreitadas: parâmetros para o estudo de riscos vinculados a atrasos no encaixe do preço. 2004. pp. 96. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Pará, Centro Tecnológico, Departamento de Engenharia Civil, Belém. Programa de Pós-Graduação em Engenharia Civil.

Mello, C. A. B. (2009). Curso de Direito Administrativo. Issue 26, São Paulo: Malheiros Editores.

Menezes, E. M, Silva, E. L. (2005). Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação. Issue 4, Florianópolis: UFSC.

Neves, J. M. S. (2003). Utilização de índices-padrão como auxílio à análise de demonstrativos financeiros de empresas da área de construção civil. Análise. Revista da Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e de Administração de Empresas Padre Anchieta, Jundiá, N.7, pp. 50-72.

Oliveira, A. A., et al. (2010). A análise das demonstrações contábeis e sua importância para evidenciar a situação econômica e financeira das organizações. Revista Eletrônica Gestão e Negócios, São Roque, Vol.1, N.1. pp. 01-13.

Rocha, R. M. (2005). Gerenciamento dos riscos: uma abordagem de processos e práticas para aplicação junto às empreiteiras de obras públicas de infraestrutura urbana no município de São Paulo. pp. 236. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo.

Travain, V. R. (2011). Do contrato administrativo: modalidades e cláusulas exorbitantes. Revista de Direito Público, Londrina, Vol.6, N.3, pp. 3-20.