



## **Editorial**



Professora Maria Carlos Annes

### **(Re)Começar de novo...**

No início de um processo de reestruturação profunda do curso de finanças empresariais, não podemos deixar de lembrar os versos de uma conhecida canção brasileira: «começar de novo... vai valer a pena».

Alguns dos pressupostos desta reestruturação, algumas metodologias e provavelmente os resultados serão discutíveis. Apesar de todas as limitações identificáveis, esta reestruturação representa um esforço sério no sentido de identificar os fatores críticos de sucesso do curso, incorporando a opinião de professores, alunos, resultados do relatório de avaliação da A3E's, opinião de potenciais empregadores e antigos alunos e análise de informação histórica.

Elementos essenciais desta proposta de reestruturação:

- reforço substancial da especialização, com as unidades curriculares de finanças a representarem 50% do total;
- início da formação em finanças logo no primeiro semestre;
- redução das unidades curriculares opcionais (apenas nos 2 últimos semestres) - no 5º e 6º semestres os alunos deverão escolher 2 UC's de um grupo de 3.

Quanto ao primeiro aspeto focado, a especialização, existem sete cursos de finanças identificáveis no país a nível do ensino superior, sendo o ISCAL, com base nesta proposta, o que detém maior especialização na área essencial/nuclear do curso.

Esta diferenciação poderá permitir maior reconhecimento pelo mercado, notoriedade e, conseqüentemente, empregabilidade.

Em consequência do que fica dito, várias unidades curriculares deixarão de existir, para darem lugar a novas UC's de finanças. Sendo compreensíveis



algumas críticas associadas, resultantes essencialmente da perspetiva individual e legítima de cada pessoa, esta situação é consequência da opção estratégica base (e conseqüente impossibilidade de «aritmeticamente» de manter todas as UC's anteriores).

Adicionalmente em relação às UC's que se mantiverem (com ou sem redução de horas letivas), será também efetuada uma profunda reestruturação/adaptação dos conteúdos curriculares, de modo a garantir maior nível de eficácia, melhorando a articulação entre UC's ao longo do curso, reduzindo redundâncias e duplicações. O efeito no nível de sucesso, desenvolvimento de competências e melhoria qualitativa da empregabilidade será, em nosso entender, significativo.

A redução de unidades curriculares opcionais visa, no essencial, reduzir a dispersão de opções, tornando possível a efetiva abertura/funcionamento das respetivas unidades curriculares.

No passado, um número elevado de UC's opcionais conduziu a alternativas apenas teóricas e a uma dispersão dificilmente compatível com os tempos de restrições financeiras que se vivem.

Gostaríamos, complementarmente a esta reestruturação, de continuar a desenvolver esforços no sentido de:

- transformar a possibilidade de matrícula dos nossos alunos em unidades extracurriculares numa possibilidade efetiva/realista (o atual custo destas unidades extracurriculares transforma-as numa opção meramente teórica);
- articular a formação base/nuclear das licenciaturas com formação complementar, nomeadamente seminários, desenvolvendo, reforçando e enriquecendo conteúdos curriculares e qualificação dos nossos alunos.

Um lugar comum que já citámos várias vezes é o de que reestruturar significa «estruturar de maneira diferente».

Não temos certezas e muito menos garantias, de que este seja o caminho certo. Temos, isso sim, a certeza de que tentamos ouvir, refletir, discutir, ver o que se passa à nossa volta, analisar criticamente a informação disponível.

Tentamos «mudar antes que a mudança nos mude a nós», iniciando um caminho ( «das pedras») que não será certamente fácil nem isento de críticas.



A todos os que contribuíram positiva e honestamente para esta reestruturação gostaríamos de expressar os nossos sinceros agradecimentos. Sem eles, a reestruturação «seria possível... mas não seria a mesma coisa»!

A todos os que têm contribuído e contribuirão no futuro para o sucesso do curso de finanças empresariais, reafirmamos o nosso orgulho de ser... finanças empresariais.

**Temos mercado, temos pessoas, temos qualidade, temos futuro.**

A Direção do Curso de Finanças Empresariais

Arménio Breia

Maria Carlos Annes

Domingos Cristovão

---

## **Índice**

Representação Verdadeira e Apropriada.....	4
A Falência Empresarial e os Modelos de Previsão.....	10
O Crescimento e o Valor das Empresas.....	27

---

## **Ficha Técnica:**

Coordenação: Direção do Curso de Finanças Empresariais

Redatores: Professor Arménio Breia      Professor Cândido Peres  
Professor Paulo Carvalho

Assessor de Coordenação: Professor Cândido Peres  
Monitora Ana Borlido      Monitora Debora Costa



## **Representação Verdadeira e Apropriada**



Professor Arménio Breia

Esta frase que todos os auditores já escreveram inúmeras vezes ao longo da sua carreira, traduz a essência e os objetivos da opinião da auditoria.

Destinados a credibilizar (ou não!) as demonstrações financeiras, a certificação legal de contas e o relatório anual de fiscalização são peças chave na confiança, na fiabilidade, a tal «representação verdadeira e apropriada» da situação patrimonial e dos resultados de uma empresa ou de um grupo.

No exercício da profissão é pois fundamental o cumprimento de alguns princípios fundamentais (código de ética OROC):

- integridade;
- objetividade;
- competência e zelo profissional;
- comportamento profissional.

Também o estatuto dos técnicos oficiais de contas (D.L: 310/2009 de 26 de Outubro), no seu artº 6º, refere, a propósito da «regularidade técnica» e como objetivo da contabilidade, «a

obtenção de uma imagem fiel e verdadeira da realidade patrimonial da empresa» (...)

Os recentes escândalos trouxeram para a praça pública a discussão de temas e conceitos normalmente discutidos de forma restrita.

A comissão de inquérito da Assembleia da República «vulgarizou», para o grande público, discussões sobre relatórios de auditoria, reservas/qualificações nas contas, independência, riscos associados a interesses financeiros, prestação de outros serviços a clientes de auditoria e associação prolongada de auditores com um cliente.

De acordo com a Diretriz de Revisão/Auditoria (DRA) 700, na versão de Fevereiro de 2001 (pré-Enron) deverá ser emitida uma opinião qualificada (traduzida normalmente nas reservas na certificação legal de contas) sempre que se verifiquem algumas situações como por exemplo:

- registos contabilísticos e/ou documentação de suporte inadequados;
- sistema de controlo interno ineficaz;
- o revisor/auditor se veja inibido de aplicar procedimentos que considere indispensáveis;
- erros ou omissões relevantes;
- não aceitabilidade das políticas contabilísticas adotadas;



- divulgações não adequadas.

Quando os efeitos materiais das situações anteriores forem extremamente relevantes, de tal modo que poderão induzir em erro os utilizadores, com base na DRA referida, o revisor/auditor deverá emitir uma opinião adversa.

Em 2001, ano do escândalo Enron, num total de 53 empresas cotadas no mercado de cotações oficiais Euronext Lisboa, 16 empresas tiveram reservas com alguma relevância na certificação legal de contas (CLC). Destas 16 empresas 5 integravam o PSI-20.

Algumas reservas na CLC eram particularmente relevantes, qualquer que fosse o prisma da análise:

- capacidade de recuperação do goodwill relativo a investimentos financeiros;
- amortização do goodwill em 25 anos pelo método progressivo (as normas à época previam 5 anos que em casos excecionais poderiam ir até 20 anos);
- capacidade de gerar autonomamente ou obter dos acionistas e/ou financiadores os fundos necessários para manter a atividade;
- participações financeiras materialmente relevantes em empresas com capitais próprios fortemente negativos.

Muitas das reservas constantes dos relatórios de auditoria tinham elevados níveis de materialidade (várias centenas

de milhões de euros), podendo eventualmente colocar em causa a própria continuidade da empresa.

Foi também neste ano (2001) que se deu a mudança de auditores no BES (Comissão Parlamentar de Inquérito), após a emissão de um parecer com ênfases (chamada de atenção para os leitores/analistas das demonstrações financeiras).

De acordo com declarações à Comissão de Inquérito, entre as questões identificadas (em 2001) contavam-se:

- concentração em Ricardo Salgado de funções dificilmente compatíveis (funções de presidente e controlo da contabilidade e da área financeira);
- concessão de crédito a entidades não residentes e que tinham como garantia ações do BES, Portugal Telecom e PT Multimédia; o crédito concedido a seis empresas offshore era cerca de 800 milhões de euros;
- a ausência de consolidação de contas da ESI (Espírito Santo Internacional), onde foram detetados mais tarde (2013/2014) avultados passivos ocultos;
- exposição às holdings do Grupo Espírito Santo (crédito concedido) de cerca de 800 milhões de euros.

A inexistência de contas consolidadas da Espírito Santo Internacional (e Espírito Santo Control que detinha 56% desta sociedade) era particularmente



grave, tendo em conta que controlava (100%) a Rioforte, a Espírito Santo Irmãos (100%), controlando esta 49% (!! ) da Espírito Santo Financial Group (cotada na Euronext Lisboa e integrando o PSI-20).

«Representação verdadeira e apropriada» sem a existência de contas consolidadas da ESI, faz-nos obviamente recordar uma citação de Eça de Queirós: «sob a nudez forte da verdade, o manto diáfano da fantasia»...

Já em 1992 escrevíamos a propósito das limitações das normas de Consolidação de Contas (Consolidação de Contas, 1992, Porto Editora):

- (...) «é possível, na prática, distorcer ou retirar importância a determinadas informações»;
- (...) «esta diretiva levou cerca de uma década a ver a luz do dia na sua versão final, o que demonstra as dificuldades e o processo negocial associado»;
- (...) um dos pontos fundamentais que foi modificado em relação à versão inicial, foi a noção de domínio; passou-se da noção de domínio económico (mais ampla) para uma noção de domínio jurídico, mais formal».

Torna-se assim mais fácil perceber a «razão» (!! ) da «dança» de algumas participações (49% ou 51% faz toda a diferença!).

Juntar algumas técnicas mais «sofisticadas» como o estacionamento de participações em offshores, compra e venda de participações e alterações no perímetro do Grupo agrava significativamente o problema.

Numa pesquisa rápida, utilizando apenas empresas com alguma notoriedade, encontram-se alguns casos «interessantes» que poderão ilustrar um futuro debate sobre «opinião de auditoria e imagem verdadeira e apropriada»:

- Grupo com uma reserva na certificação legal de contas (relativa à valorização de uma participação financeira e perdas associadas) sensivelmente igual ao Capital Próprio do Grupo;
- Empresa do setor empresarial do Estado com Capital Próprio sistematicamente negativo (ao longo de vários anos), reconhecendo como Passivo empréstimos do acionista (Estado) sem hipótese financeira ou legal de pagar;
- Grupo com resultados operacionais consolidados negativos ao longo de 5 anos, com a erosão consequente de cerca de 2/3 do Capital Próprio (versus risco de continuidade);
- Não reconhecimento de imparidades/perdas em empresas participadas com resultados líquidos sistematicamente negativos.



O Código de Ética da OROC (no seu anexo 1) refere como «ameaças»( as aspas são da responsabilidade do autor deste artigo):

- «excessiva » dependência dos honorários de um cliente;
- «risco» de perder um cliente importante;
- «longa» associação com um cliente;
- redução da extensão do trabalho como forma de redução de honorários;
- prestação de outros serviços (...) a clientes de auditoria.

Nas entidades de interesse público o período máximo de exercício de funções pelo sócio responsável pela auditoria é de sete anos... mas pode ser novamente designado após um período dois anos.

A referência anterior refere-se à substituição do sócio responsável e não da empresa de auditoria.

Audidores nomeados e pagos pelo auditado, remunerações variáveis significativas dos auditores com cargos de maior responsabilidade, valor muito relevante dos trabalhos de consultoria para clientes de auditoria são potenciais elementos corrosivos da independência.

A responsabilidade dos auditores e contabilistas tem sido alvo de frequentes discussões públicas, acentuadas em períodos como a falência da Enron, BPN e, mais recentemente do Grupo Espírito Santo.

As ameaças ao comportamento ético são inúmeras, não sendo suficiente a «crença» de que os valores éticos individuais são o garante da atuação profissional competente. A existência de normas, supervisão eficaz e sanções em casos de violação grave são parte essencial dos comportamentos éticos.

Robert Henry Srouf já em 1994, muito antes dos mais recentes escândalos internacionais referia a propósito: «as empresas agem eticamente (**em conformidade com a moral socialmente predominante**) porque as relações travadas entre a empresa e contrapartes são relações de força, relações de poder (Revista de Administração de São Paulo, vol.29, nº 3, Julho/Setembro de 1994).

No mesmo artigo o autor refere: «só existe prevenção eficaz de práticas não éticas se houver controlo das condições operativas; a honestidade não é apenas uma questão de consciência moral, é também um resultado das circunstâncias e sanções que desencorajam ou dissuadem as veleidades de transgressões.

É pois preciso que seja verdadeira a frase de Espinosa: «nada existe que não tenha alguma consequência».

Como chegamos à situação atual, caracterizada por sucessões de escândalos financeiros graves?



Algumas potenciais causas:

- normas insuficientes (ex. rotação de firmas de auditoria e sócios responsáveis, proibição de trabalhos de consultoria);
- supervisão insuficiente (controlo das relações nos casos dos grupos, em particular os grupos informais e conglomerados, controlo dos relatórios e procedimentos associados em situações de rotação de auditores);
- deficiente normalização do conteúdo da informação a divulgar pelas empresas (relatório de gestão, etc.), de modo a evitar situações repetidas no passado (ex. empresas com vários anos seguidos de resultados operacionais negativos continuam «olimpicamente» a destacar apenas o EBITDA positivo, ignorando, quer a empresa, quer os auditores, os riscos de continuidade nos relatórios);
- processos judiciais (nos casos em que chega a essa fase) demasiado arrastados («justiça» ao fim de muitos anos dificilmente será razoável).

Mudar normas, aplicar efetivamente e em tempo útil sanções, mas sobretudo eliminar alguns discursos de justificação a alguma ambiguidade ética presente em algumas posições públicas (opinion makers?).

Quando ouvimos uma figura ligada à televisão referir que «a ética não enche a barriga» ou quando alguns eleitores

«carinhosamente» se referem a alguns autarcas alvo de investigação judicial: «eles roubam mas fazem (!!!), dificilmente podemos considerar que existe um clima propício a comportamentos éticos.

«Naming and shaming» (na idade média a célebre técnica do pelourinho) é algo que devemos valorizar: punir, não apenas na justiça mas socialmente, determinados comportamentos.

Quanto a questões como a compatibilização da ética e resultados, são claramente falsas as posições de alguns «opinion makers»:

- «é preciso perceber que o sistema capitalista é amoral, tem de produzir resultados» (curiosamente ou talvez não, declarações de Ricardo Salgado ao Expresso, 26 de Fevereiro de 2011 !!):

A confiança é fundamental em entidades do setor financeiro, auditoria, etc. que dependem da credibilidade.

Entre os custos de comportamentos antiéticos está a falência, como prova o colapso do Grupo Espírito Santo ou da Arthur Andersen.

Casos como o Grupo Espírito Santo dão, mais uma vez, razão a Tom Peters: «resultados excelentes podem não ser sinónimo de excelência; podem durar pouco e não ser resultado de uma gestão superior».



Algumas demonstrações financeiras deveriam ter, tal como algumas obras de ficção, uma referência inicial: «os factos e valores seguintes são fruto da imaginação do autor; toda e qualquer semelhança com a realidade é mera coincidência (!!)

A propósito, uma referência histórica curiosa (ou talvez não). Nos anos 70 do século passado já uma comissão do Senado dos Estados Unidos emitia um relatório, conhecido como relatório Metcalf (derivado do nome do presidente da comissão – Senador Metcalf), onde eram colocadas dúvidas significativas sobre as opiniões emitidas pelos auditores (US Senate – The accounting establishment, Washington, 1977). Este relatório sobre «Conluio em contabilidade», com 1760 páginas é um documento interessante e ilustra uma constatação histórica curiosa.

Ao longo das últimas décadas os escândalos contabilísticos e financeiros sucederam-se, caracterizando-se a evolução por um número cada vez maior de escândalos de consequências cada vez mais catastróficas. A crise que abalou o mundo na sequência da crise do subprime e manipulações financeiras de muitos bancos levou à adaptação de algumas normas e atitudes mas que são manifestamente insuficientes.

Cada vez que existe um escândalo significativo parece ser verdadeira a lei da física: «toda a ação gere reação». Mas esta última é frequentemente fraca e atrasada. O escândalo da Enron (2001)

foi o maior processo de falência ocorrido até então. Não obstante as medidas, que levaram nomeadamente à falência da Arthur Andersen, à prisão dos Administradores da Enron e à mudança de alguma legislação, o recorde durou poucos meses, até surgir o escândalo WorldCom.

Como refere Paul Krugman (Economia Pura, 2002): «não digo que todas as empresas sejam corruptas, mas é evidente que os responsáveis que querem ser corruptos encontram poucos obstáculos».

A terminar alguma «revisão de literatura», cujos títulos me parecem adequados a alguns escândalos recentes (o humor será incontestavelmente uma forma de evitar a depressão(!):

- BES - «Relato de um naufrágio» Gabriel Garcia Marques
- Perda de valor das ações da PT - «A causa das coisas» Miguel Esteves Cardoso
- O BPN - «A Corja» Camilo Castelo Branco
- Algumas empresas do Setor Empresarial do Estado, nomeadamente o «meu exemplo» favorito ENVC - «Esplendores e misérias das cortesãs» - Balzac ou «Em busca do tempo perdido» Marcel Proust
- O Futuro (sem escândalos) - «Admirável Mundo Novo» Aldous Huxle



## **A Falência Empresarial e os Modelos de Previsão**



Professor Cândido Peres

Depois da crise do *subprime*, em 2007-2008, que segundo Bresser-Pereira (2008), foi considerada a contracção económico-financeira mais longa e profunda da economia mundial desde a grande depressão de 1929, devido a um longo período de políticas de crédito generosas e permissivas, onde as garantias dadas e a real capacidade de liquidação da dívida para com os credores eram avaliadas com pouco rigor. O mundo entrou então num período onde o crédito não só é muito caro como também escasso.

Além das dificuldades no tecido empresarial, tal como nos diz Carvalho

(2013), assistimos por toda a Europa ao colapso de economias nacionais como a da Irlanda, da Grécia e a de Portugal, tendo estas sido obrigadas a recorrer ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira e a sujeitar-se, na tentativa de repor o equilíbrio nas contas públicas, a políticas de austeridade, retraindo fortemente o investimento e os gastos do Estado e o rendimento das famílias, o que aumentou ainda mais as dificuldades tanto das empresas como da população.

Desde meados do Seculo XX, fruto de sucessivas crises, do crescimento do número de colapsos de empresas e das dificuldades sentidas por todo o mundo, a temática da previsão de “falência” empresarial suscitou cada vez mais o interesse de investigadores, segundo Barros (2008) e Santos (2000). Pioneiramente abordada por Beaver (1966) com a Análise Univariada. Contudo, outros se lhe seguiram como Altman (1968) que de acordo com Barros (2008), foi “para muitos considerado o verdadeiro precursor dos Modelos de Previsão de Falência,



[propondo] um modelo baseado na Análise Discriminante [multivariada]”.

No plano nacional, os sectores do têxtil, calçado, cerâmica e construção, até aos anos 70 eram os mais relevantes da economia sendo que passada esta década sofreram um forte declínio, tendo o país assistido a encerramentos em catadupa e a todos os devastadores impactos sociais e económicos que estes implicaram. Diz-nos Breia (2013) que já em 1993 assim como corridos 20 anos não só acabou o tempo das “vacas gordas” como ainda a crise económica obrigará a uma gestão racional e equilibrada dos recursos.

A vulnerabilidade e volatilidade dos negócios foi substancialmente aumentada fruto do clima actual gerado pela crise do *subprime* tornando cada vez mais comum a “falência” de empresas de forma plural em todos os sectores, dimensões e formas jurídicas.

Derivado do forte aumento do custo da dívida, da redução da capacidade de renovação da mesma e do aumento do rigor de análise por parte da banca, muitas empresas enfrentaram períodos difíceis, vendo-se forçadas não só a adiar investimentos, reduzir estruturas e

actividades bem como, em muitos casos, a fechar portas.

Em Portugal, tal como nos indica Carvalho (2013), o tecido empresarial nos últimos anos foi fortemente afectado tanto pela redução da criação de empresas como com pelo aumento das falências, onde segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE) entre 2005 e 2011 a diferença média entre a taxa de “natalidade e mortalidade de empresas” é 1,65%, sendo que esta, apesar de positiva, é ténue e está longe de mostrar crescimento do tecido empresarial.

## 1. Conceito de “Falência” Empresarial e a sua Evolução

Actualmente assistimos à banalização do termo em causa, contudo não devemos perder a visão de que em tempos idos o não cumprimento das obrigações ou dos compromissos previamente acordados com credores, não só não era visto de forma tão aligeirada, como o é nos tempos que correm, como ainda acarretava pesadas penas. Por exemplo, recuando ao século XVI, segundo Bastin (1994), Carlos V condenava aqueles que entrassem em bancarrota fraudulenta à morte pela



força. Se recuarmos mais um pouco até à idade média encontramos por exemplo a “pedra da desonra”, que hoje poderá ser vista no palácio da justiça de Pádua onde eram forçados a sentar-se os devedores fraudulentos sendo aí sujeitos ao despeito dos credores.

Por vários séculos, a situação jurídica de falência podia ser resumida numa equação simples:

insolvência = falência = liquidação de bens do sujeito insolvente para pagar aos credores.

As sociedades desenvolveram-se e com elas a vida económica, a complexidade dos negócios e a face do mundo.

No sentido desta evolução assistimos também à criação de sistemas que antes da insolvência procurassem salvaguardar a empresa mesmo em detrimento dos seus proprietários e credores, algo que já se assistira por alturas da grande crise de 1929 mas com um teor mais acentuado entre os anos 70 e 80 onde se procurava a preservação da empresa como fonte de combate ao desemprego.

Considera ainda Bastin (1994) que, nos tempos que correm, com o desenvolver das sociedades e da vida económica:

- A falência perdeu o seu sentido primário, já não constituindo, um mau êxito definitivo dificilmente reversível ou uma afronta vergonhosa, antes sim não passa agora de um vulgar infortúnio ou acidente da vida económica;
- Suspensão ou cessação de pagamentos e a abertura de um processo colectivo de pagamentos não é só por si sinónimo de falência, mas sim consubstancia uma forma de liquidação de uma situação de endividamento excessivo;
- A propagação do endividamento vulgarizou-o e, com o abuso deste, como seria espectável também se tornara mais comum a insolvência, ou seja a incapacidade de solver compromissos assumidos, de igual modo também se desmultiplicaram as formas para sair desta situação;
- Conformismo por parte dos credores, entidade lesada, para com a sua parca protecção e dificuldades de recebimento subsequente dos créditos.



Concretamente, são amplas as definições possíveis para falência, sendo que em termos gerais esta é definida como a incapacidade de uma empresa continuar as suas operações especificamente quando o seu Cashflow operacional é insuficiente para cumprir as obrigações já assumidas, podendo até, segundo Breia (2013), “decorrer de processos de «crescimento» não suportados por meios financeiros adequados”.

## **1.1 Falência Económica**

Identificável no momento em que, segundo Nobre (2012), os proveitos começam a ser insuficientes para cobrir o total dos custos e assim que esta situação se consolida na empresa, assistimos ao aparecimento dos primeiros resultados negativos, que em caso de não serem tomadas medidas de correcção se tornarão, com o passar do tempo, cada vez mais frequentes.

Apesar de se tratar de uma situação difícil, uma empresa, mesmo sem tomar grandes medidas, poderá sobreviver nesta situação durante algum tempo, fruto do retorno a longo prazo relativo ao capital investido, desde que mantenha a capacidade de cobrir os seus

custos fixos, podendo assim laborar até ao consumo total dos benefícios económicos que se encontravam incorporados nos seus Activos depreciables, ou por outras palavras até à inoperância total dos Activos depreciables afectos à exploração.

## **1.2 Falência Técnica**

Consustancia-se como a forma seguinte à apresentada no ponto 1.1, ou seja, deriva directamente da consolidação e não correcção atempada das situações que levaram ao estado de falência económica, através do acumular de resultados negativos, não revertidos, onde a empresa não detém solvabilidade suficiente para fazer face às responsabilidades assumidas. De acordo com IAPMEI (2013) e OTOC (2011) contabilisticamente considera-se que uma entidade se encontra em “falência” técnica quando o Passivo total supera o Activo total e consequentemente o Capital Próprio apresenta valor negativo, ou por outras palavras identifica-se na empresa uma impossibilidade sistemática de solver atempadamente compromissos assumidos, consubstanciando-se no facto de, mesmo que fossem alienados



todos os Activos, seria insuficiente para liquidar a totalidade dos Passivos.

Dizem-nos adicionalmente Brealey e Myers (2010) que nem todas as empresas que se encontram em dificuldades vão à falência, pois caso consigam reunir fundos suficientes para pagar juros poderão adiá-la durante muitos anos. Contudo a falência não só tem custos, como ainda estes são elevados. Segundo os autores, estes englobam vários itens específicos como os administrativos e legais totalizando, em média, cerca de 3% dos Activos e ainda no ano anterior à falência 20% do valor de mercado dos Capitais Próprios.

Ainda há a considerar casos em que os credores, função da mora e complexidade do processo de falência, vão acreditando que a empresa acabará por recuperar e em vez de forçarem a falência e liquidarem os Activos o mais rapidamente possível ignoram a situação e procuram manter a empresa durante o período mais difícil, dizem-nos quanto a isto Brealey e Myers (2010) que “Borrow a \$1000 and you’ve got a banker. Borrow \$10,000,000 and you’ve got a partner”. Em concordância indica-nos também

Breia (2013) que num âmbito nacional relativa a esta questão:

- 1) A mora nos processos de recuperação é função do défice de funcionamento da justiça portuguesa;
- 2) A permissividade cultural e social com o encerramento de empresas e abertura de outras com os mesmos empresários e por vezes também os mesmos Activos, Clientes e Fornecedores;
- 3) A quase inexistências de falências efectivamente declaradas como fraudulentas apesar de estarem legalmente previstas e implicando inclusive pena de prisão.

### **1.3 Enquadramento Legal Português**

Neste âmbito o conceito de “falência” e de insolvência são termos que, apesar de próximos, são intrinsecamente distintos tendo vindo este último substituir o primeiro na legislação actualmente em vigor em Portugal.

Diz-nos o Código das Sociedades Comerciais (CSC), cuja redacção final foi dada pela Lei 66-B/12 de 31 de Dezembro, do enquadramento legal do conceito de “falência” técnica, em



particular para um estágio ainda predecessor a este (leia-se pré-falência técnica) que consiste na perda de metade do Capital Social da sociedade, o seu Artigo 35.º, CSC (2012:222), que versa sobre este conceito indica que

- 1- Resultando das contas de exercício ou de contas intercalares, [...] que metade do capital social se encontra perdido, ou havendo em qualquer momento fundadas razões para admitir que essa perda se verifica [...]
- 2- Considera-se estar perdida metade do capital social quando o capital próprio da sociedade for igual ou inferior a metade do capital social [...]
- 3- [...] assuntos para deliberação pelos sócios:
  - a) A dissolução da sociedade [...]
  - c) A realização pelos sócios de entradas para reforço da cobertura do capital.

Do excerto do artigo transcrito podemos aferir a preocupação do legislador em antecipar situações de “falência”, colmatar e corrigir situações de pré-falência, quer seja por via mais radical sugerindo de imediato a dissolução da

sociedade, conseqüente suspensão de actividade operacional e liquidação dos seus Activos para pagamento dos seus Passivos pondo assim fim à entidade evitando o agravamento da situação, quer seja por via mais moderada através da reposição pelos sócios dos Capitais Próprios da sociedade perdidos devendo a realização destes ser feita em dinheiro e não em espécime, na expectativa de que desta forma sejam corrigidas as situações que conduziram à pré-falência e colmatada a eminente insuficiência de fundos que se consolidada conduziria à falência técnica.

De acordo com Barros (2008), o Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência (CPEREF), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 132/93, definia falência como

o estado da empresa impossibilitada de cumprir as suas obrigações, depois de se ter mostrado economicamente inviável ou considerado impossível a sua recuperação financeira.

Já o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, revisto pela Lei n.º 16/2012 e revogando o CPEREF, inclui a mudança de



terminologia, tendo passado então o “estado de falência” a “situação de insolvência”, na qual é “considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas”.

Ainda no CIRE (2012:1403) consta também a clarificação do que em termos legais é entendido por “falência” e “insolvência”, ou seja,

A insolvência não se confunde com a «falência», tal como actualmente entendida, dado que a impossibilidade de cumprir obrigações vencidas, em que a primeira noção fundamentalmente consiste, não implica a inviabilidade económica da empresa ou a irrecuperabilidade financeira postuladas pela segunda.

Objectivamente o termo “falência” ou “falência empresarial” aplica-se para descrever a empresa que apresente Capitais Próprios negativos, tal como preconizado por Ross, Westerfield e Jaffe (2002), e materializando o conceito de pré-falência em “falência técnica”, uma vez que nesta situação não só já estão perdidos todos os Capitais Próprios da empresa, como

ainda, assumindo que todos os Activos estarão correctamente contabilizados, os credores já terão perdido a possibilidade de receber parte dos seus créditos.

## 2. Perspectiva Geral das Principais Técnicas de Previsão de Falência

Martins (2003), indica que nos Estados Unidos da América, na década de 30 do século passado foram efectuados os primeiros estudos sobre previsão de falência empresarial na sequência da crise associada a grande depressão de 1929, contudo, com a utilização de técnicas estatísticas, o interesse sobre a temática ganhou impulso após os anos 60 do mesmo século, segundo Divsalar, Javid, Gandomi, Soofi e Mahmood (2011), dos quais são exemplo a Análise Discriminante Uni e Multivariada.

### **2.1 Análise Univariada**

Segundo a literatura Beaver em 1930 foi pioneiro no seu estudo. Funda-se no método tradicional de interpretar Demonstrações Financeiras visando comparar rácios financeiros entre empresas. Estes servem assim como variáveis explicativas ou previsores de falência, dado serem propensos a apresentar fortes diferenças de empresas falidas para não falidas.



A análise dos indicadores financeiros, vulgo rácios, tem sido o método tradicional mais usado para prever a deterioração da saúde financeira da empresa, tanto em comparações com semelhantes como dentro da mesma ao longo do tempo.

Beaver, segundo Divsalar et al. (2011), introduziu a técnica de classificação das empresas em dois grupos (falidas ou não falidas) através da utilização de alguns rácios individualmente, tendo sido calculado um valor de “cut-off” tendo por base a minimização do erro de classificação. E ainda de acordo com Thomas, Wong e Zhang (2011:602),

*Beaver's (1966) study indicated that financial analysis could be useful in the prediction of business failure for at least five years before the company collapses.*

A natureza da Análise é Univariada no sentido em que as variáveis são observadas e analisadas uma após a outra, não existindo o intuito de realização de uma análise que capture um efeito integrado, de quaisquer duas ou mais variáveis juntas, sobre a saúde financeira da empresa; por outras palavras, segundo Domínguez (2000),

esta forma de análise caracteriza-se por todo o peso da previsão recair sobre o resultado fornecido por uma única variável. Por exemplo, falida ou não falida em função da rendibilidade, da solvabilidade ou da liquidez geral.

Um dos pressupostos principais desta abordagem é a proporcionalidade entre o numerador e denominador do rácio a ser e analisado. No entanto, esta hipótese tem forte probabilidade de ser violada em duas áreas:

- a relação entre as duas variáveis pode ser não linear, originando um resultado não proporcional;
- um termo constante poderá desempenhar um papel na relação entre as duas variáveis do rácio em estudo, e impediria a proporcionalidade.

Além disso, a Análise Univariada enfatiza sinais individuais de perigo iminente das empresas e, por consequência, que a classificação pode ser feita apenas por um rácio de cada vez o que poderá ser susceptível de interpretação errónea e potencialmente confusa. A situação financeira de uma empresa depende de factores



multidimensionais, e nenhum rácio só por si consegue descrevê-los a todos.

Segundo Cook e Nelson (1998), “*a single variable can be used for predictive purposes*”, contudo, e de acordo com Santos (2000:48), os

investigadores contemporâneos criticaram bastante os modelos univariantes com o argumento de que um rácio, analisado isoladamente, não contém informação suficiente.

De facto, segundo Hughes (1993), os problemas na utilização desta metodologia estão documentados, em particular os que envolvem comparações entre empresas diversificadas tanto em produto como em termos geográficos.

Correia (2012), em concordância com Hughes (1993), sugere que o problema deste tipo análise decorre de cada rácio ser examinado separada e isoladamente dos demais. Consequentemente, a análise tem o problema de decidir também isoladamente se um rácio em particular é bom ou mau. Altman (1968), exemplifica esta problemática indicando que “*a firm with a poor profitability and/or solvency record may be regarded as a potential bankrupt.*

*However, because of its above average liquidity, the situation may not be considered serious*”, em concordância indica Divsalar et al. (2011), que diferentes rácios podem mover-se em sentidos opostos, indicando previsões distintas.

Efectivamente segundo Barros (2008), Bellovary, Giacomino, Akers (2007) e Hughes (1993), o principal problema da Análise Discriminante Univariada na previsão de falência é a combinação efectiva do efeito dos vários rácios isoladamente empregues ser baseada exclusivamente no julgamento subjectivo do analista financeiro.

Sheppard (1994) afirma que, apesar de tudo, estes modelos de previsão consubstanciam “*a moderate level of predictive accuracy*” e Bellovary et al. (2007:4), indica-nos ainda que

*In his suggestions for future search, Beaver indicated the possibility that multiple ratios considered simultaneously may have higher predictive ability than single ratios - and so began the evolution of bankruptcy prediction models.*



## **2.2 Análise Discriminante Multivariada (MDA)**

Esta técnica surge na tentativa de distinguir estatisticamente dois ou mais grupos de objectos com recurso a diversas variáveis em simultâneo, onde a sua aplicação para a análise financeira destina-se inicialmente à abordagem da questão da falência ou da sua previsão.

É usado para classificar uma observação (empresas) como pertencente a um dos grupos definidos à priori (falida ou não falida) dependendo das características específicas da observação, permitindo assim, de acordo com Santos (2000), traçar uma clara linha de separação entre os grupos definidos e deste modo discriminar a empresa em análise através da leitura do output ou score que surge sob a forma de índice e que difere entre anos e entre empresas.

Foi uma das primeiras técnicas estatísticas a ser utilizada em modelos de previsão de falência e, segundo a literatura financeira, Altman (1968) foi o primeiro investigador que a utilizou e o objectivo foi obter um indicador “Z”.

Os trabalhos pioneiros do autor William Beaver foram seguidos por Edward Altman, pioneiro na aplicação da

Análise Discriminante Multivariada através do seu modelo Z-Score em 1968 (Bellovary et al. 2007 e Barros 2008). Segundo Queiroz, Silva, Fiho e Libonati (2007), em consonância com Nunes (2012), seguiram-se-lhe em 1974 Kanitz, em 1976 Elizabetsky, em 1978 Gordon e Springate, em 1982 Matias, em 1987 Legault, em 1997 Morgado, em 1998 Sanvicente e Minardi e em 2006 Guimarães.

De acordo com Hughes (1993) a metodologia consiste em três passos:

- 1- estabelecer dois grupos mutuamente exclusivos, um de empresas falidas e outro de empresas que continuam a operar com sucesso;
- 2- recolher os rácios financeiros para ambos grupos;
- 3- identificar dos rácios recolhidos os que melhor discriminam os dois grupos.

Esta metodologia tem, segundo Altman (1968), *“the advantage of considering an entire profile of characteristics common to the relevant firms, as well as the interaction of these properties”*.

De acordo Cook e Nelson (1998), Altman procurou ultrapassar os problemas originados pela utilização de



variáveis isoladamente, em suma, fazer face às insuficiências da Análise Discriminante Univariada que eram essencialmente a avaliação não integrada dos parâmetros em estudo. Consubstancia-se num modelo que, diz-nos Santos (2000), tenta explicar “a variável dependente em função de várias variáveis independentes. Por exemplo falida/saudável em função da rentabilidade, liquidez, solvabilidade, etc...”.

Segundo Bellovary et al. (2007), Altman usou a Análise Discriminante Multivariada para criar um modelo de cinco factores para a previsão de falência empresarial, em consonância Barros (2008:20) indica, que este modelo demonstrava uma elevada capacidade de classificação de empresas falidas e não falidas até dois anos antes da falência e acrescenta ainda que

Este foi um dos principais mecanismos criados no sentido de analisar quando chegará o fim da vida de uma empresa, pois a Análise Discriminante permite detectar relações entre uma característica qualitativa que se pretende explicar e um conjunto de características qualitativas explicativas.

Enguídanos (1995), indica-nos que os níveis de classificações correctas da maioria dos modelos oscila entre os 97 e os 100%, quando aplicados à amostra original, contudo se aplicados a uma amostra externa estes níveis caem para o intervalo entre os 67 e os 100%.

Posto isto indica-nos Altman (1968), que a técnica de Análise Discriminante Multivariada não só tem o potencial de reformular correctamente o problema de previsão da falência, dado consistir numa abordagem diferente à tradicional análise de rácios financeiros, como ainda, dadas as suas características e qualidades descritivas apresentadas, foi seleccionada como a mais adequada para o estudo da falência empresarial.

De acordo com Barros (2008:26),

[o] modelo tinha uma “debilidade”: assumia as variáveis na amostra como tendo distribuição normal [, e acrescenta que] deve verificar-se se a empresa a ser examinada é comparável com a amostra original.

Diz ainda Hughes (1993), que a Análise Discriminante Multivariada apresenta claras vantagens à análise isolada de rácios financeiros, contudo o modelo só será tão bom quanto melhor for a



informação que utilizar, podendo então existir problemas advindos de amostragem não aleatória das empresas, diferenças de tratamento contabilístico, contabilidade criativa, e do facto de empresas em dificuldades financeiras terem tendência de atrasar a divulgação da sua informação financeira. Todavia, Correia (2012) diz-nos que “a Análise Discriminante continua a ser vastamente utilizada para prever a insolvência das empresas”.

## **2.3 Os Modelos de Previsão**

### **2.3.1 Modelo Z de Altman (Z-Score)**

De acordo com Silva (2011) e Mares (2001), Edward Altman desenvolveu em 1968 um indicador denominado Z-Score, composto por cinco factores discriminantes relacionados com liquidez, rendibilidade, alavancagem, solvabilidade e actividade, tendo sido o exemplo pioneiro no estudo da falência empresarial, o método foi chamado de Análise Discriminante Múltipla ou Multivariada, desenvolvendo assim a Análise Univariada de Beaver.

Em consonância com os anteriores, Nunes (2012), diz-nos que para desenvolver o seu modelo Altman utilizou uma amostra emparelhada de

66 empresas que entre os anos de 1946 e 1965, 33 tinham falido, continuando as remanescentes em actividade.

Correia (2012), indica que o modelo Z-Score tinha, à data, uma capacidade de previsão acertada de 95% das empresas em falência empresarial e 97% das empresas saudáveis até um ano antes da falência. No entanto o modelo via limitada a sua capacidade preditiva à medida que nos afastávamos temporalmente do momento da falência, passando dos 95% para 72%, 48%, 29% e 36%, respectivamente para o 2º, 3º, 4º e 5º anos.

Analisando os erros apresentados pelos modelos, Carvalho das Neves (2012), indica-nos a existência de duas tipologias. A de Tipo I que consiste na classificação de empresas falidas como não falidas, e a de Tipo II na caracterização de empresas não falidas como falidas. Considera-se então mais grave o primeiro, uma vez que levará o utilizador da informação a investir numa empresa que não reúne condições suficientes de sobrevivência, e menos grave o segundo, pois quando muito incluirá no modelo grau de prudência e conservadorismo tal que classifica



empresas relativamente saudáveis como falidas, fazendo assim com que o decisor não invista.

Segundo Nunes (2012), este indicador na sua génese foi criado para avaliar empresas cotadas, públicas e industriais. Principalmente a partir dos meados da década de 80 o Z-Score começou a ganhar aceitação dos profissionais despertando assim novas necessidades e potencialidades de aplicação, pelo que foram então criadas variantes ao mesmo, entre as quais as para empresas prestadoras de serviços, de mercados emergentes ou não cotadas, sendo que a última apresenta a seguinte formulação:

$$Z=0,717X_1+0,847X_2+3,107X_3+0,42X_4+0,998X_5$$

$$X_1=\text{Fundo de Maneio / Activo Total}$$

$$X_2=\text{Resultados Transitados/Activo Total}$$

$$X_3=\text{Resultado Antes de Juros e Impostos / Activo Total}$$

$$X_4=\text{Situação Líquida / Passivo Total}$$

$$X_5=\text{Vendas / Activo Total}$$

O resultado obtido pela aplicação deste modelo deve ser validado segundo o limite inferior de  $Z < 1,23$ . Com um valor de classificação abaixo deste a

empresa terá elevada probabilidade de falência, sendo que por outro lado se o valor da classificação  $Z > 2,9$  a empresa estará então saudável. Contudo caso  $1,23 < Z < 2,9$  a empresa não tem então uma tendência definida estando numa “zona cinzenta” e como tal com classificação indefinida para o modelo.

Esta formulação, de acordo com o autor, para a sua amostra de base, até um ano antes da ocorrência da falência empresarial, tem 91% de classificações correctas para a sub-amostra das empresas falidas e 97% para a das saudáveis, apresentando 9% de erro de Tipo I e de 3% de Tipo II.

### 2.3.2 Modelo de Carvalho das Neves

Carvalho das Neves (2012) e Carvalho das Neves e Silva (1998), criaram um modelo através de dados de 1994, numa amostra de 187 empresas, das quais 87 entraram em incumprimento e 100 encontravam-se em situação normal.

Analisou 70 rácios, referenciados anteriormente em estudos de outros autores, acrescidos de 11, dos mais frequentemente utilizados em Portugal pelos analistas financeiros, procurando então, através da Análise Discriminante



e da Regressão Logística, definir um modelo que separasse de forma eficiente empresas com saúde financeira das outras que se encontravam em situação financeiramente fragilizada, chegando então à seguinte função:

$$Z_2 = -0,950 + 2,518X_2 + 1,076X_6 + 5,566X_7 - 0,00254X_8 + 0,156X_9$$

$$X_2 = \text{Resultados Transitados} / \text{Activo Total}$$

$$X_6 = \text{Activo Circulante} / \text{Activo Total}$$

$$X_7 = \text{Cashflow} / \text{Activo Total}$$

$$X_8 = \text{Estado e Outros Entes Públicos Total} / \text{Vendas} * 365$$

$$X_9 = \text{Financiamentos Obtidos} / \text{Activo Circulante}$$

Para esta função o autor definiu o ponto crítico em  $Z_2 = 0,37$ , as empresas que apresentem um valor de  $Z_2 > 0,37$  serão classificadas como estando em situação normal sendo as que fiquem abaixo deste valor classificadas como falidas. Este modelo apresenta uma taxa de eficácia de classificação de 66,3% para as empresas em situação difícil e de 85,9% para as empresas consideradas como tendo saúde financeira, tendo implícito um erro de Tipo I de 33,7% e um erro de Tipo II de 14,1%.

### 3. Conclusões

A falência empresarial, tal como exposto anteriormente, transporta para o mundo empresarial a teoria Darwinista da evolução das espécies ou da selecção natural conjugada com a teoria da sobrevivência dos mais aptos de Spencer e, mais do que isso, é uma realidade cada vez mais premente nos tempos difíceis em que vivemos.

O envolvimento de uma pluralidade de técnicos, na elaboração dos mapas financeiros, na validação da congruência dos pressupostos de base destes e da fiabilidade da informação prestada gira, dentro do estudo da falência empresarial, em torno de uma premissa de base: a continuidade (*going concern*) e em particular o seu teste, além de um pressuposto subjacente do SNC é em si só o desafio da actividade de auditoria e a primeira e central questão que o Revisor Oficial de Contas deve procurar testar e para cuja análise estas técnicas e modelos tem o potencial de contribuir activamente possibilitando um maior rigor e isenção na análise.



#### 4. Bibliografia

ALTMAN, Edward - **Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy**. The Journal of Finance. 23:4 (1968) 589-609.

BARROS, Gabriel Cupertino Osório de - **Modelos de Previsão da Falência de Empresas: Aplicação Empírica ao Caso das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas**. Lisboa: Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, (2008). Dissertação de Mestrado.

BASTIN, Jean - **O Seguro de Crédito: A Protecção contra o Incumprimento**. COSEC Depósito Legal 78695/94 (1994).

BEAVER, William H. - **Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical research in accounting: selected studies**. Journal of Accounting Research. 4 (1966) 71-111.

BELLOVARY, Jodi; GIACOMINO, Don; AKERS, Michael - **A Review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930 to Present**. Milwaukee: Marquette University, Accounting Faculty, Journal of Financial Education 33 (2007)

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. - **Principles of Corporate Finance**. McGraw-Hill ISBN 9780073530741 (2010).

BREIA, Arménio Fernandes - **Gestão de Riscos de Crédito**. As Empresas e as Famílias num Mundo em Mudança, Conferência de Finanças Empresariais, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, (2013).

BRESSER-PEREIRA, Luiz C; RÍCUPERO, Rubens; OCAMPO, José A; NASSIF, Luís - **A crise internacional e seu impacto no Brasil**. Estudos Avançados ISSN 0103-4014. 22:64 (2008).

CARVALHO, Pedro Miguel Torres – **Continuidade: Estudo de um Caso**. Revisores e Auditores, Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, 63 (2013).

CARVALHO DAS NEVES, João; SILVA, João Andrade e - **Análise do Risco de Incumprimento: na Perspectiva da Segurança Social**. (1998).

CARVALHO DAS NEVES, João - **Análise e Relato Financeiro**. Texto Editores ISBN 9789724743264 (2012).

CÓDIGO das Sociedades Comerciais. Procuradoria-Geral Distrital de Lisboa.

CÓDIGO de Insolvência e Recuperação de Empresas – textos de apoio (2004). Direção Geral da Administração da Justiça. Ministério da Justiça.



COOK, Roy A.; NELSON, Jeryl L. (1988) - **A Conspectus of Business Failure Forecasting**. [em linha]. [Consult. 15 Mar. 2013] Disponível em: <http://www.sbaer.uca.edu/research/sbida/1988/PDF/22.pdf>

CORREIA, Carla Susana Valente - **Previsão da Insolvência: Evidência do Sector da Construção**. Aveiro: Universidade de Aveiro: departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial, (2012). Dissertação de Mestrado.

DIVSALAR, Mehdi; JAVID, Mohamad Reza; GANDOMI, Amir Hosein; SOOFI, Jahaniar Bamdad; MAHMOOD, Majid Vesali - **Hybrid Genetic Programming-Based Search Algorithms For Enterprise Bankruptcy Prediction**, Applied Artificial Intelligence: An International Journal, 25:8 (2011) 669-692.

ENGUIÐANOS, Araceli Mora - **Utilidad de los modelos de prediccion de la crisis empresarial**. Revista Española de Financiacion y Contabilidad, 24:83 (1995) 281-300.

HUGHES, Stewart - **Bankruptcy prediction models**. Credit Control Journal, 14:11 (1993) 16-23.

INSTITUTO de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento – Biblioteca On-line, Glossário [em linha]. [Conclut. 24 Set. 2013]. Disponível em: <http://www.iapmei.pt/iapmei-gls02.php?glsid=4&letra=F>

INSTITUTO Nacional de Estatística - Sistema de Contas Integradas das Empresas 2013, Taxa de natalidade % das Empresas por Localização geográfica (NUTS - 2002) e Atividade económica (Divisão - CAE Rev. 2.1); Anual [em linha]. [Consult. 15 Mar. 2013]. Disponível em: [http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0005878&contexto=bd&selTab=tab2](http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0005878&contexto=bd&selTab=tab2)

INSTITUTO Nacional de Estatística - Sistema de Contas Integradas das Empresas 2013, Taxa de mortalidade % das Empresas por Localização geográfica (NUTS - 2002) e Atividade económica (Divisão - CAE Rev. 2.1); Anual [em linha]. [Consult. 15 Mar. 2013]. Disponível em: [http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0005878&contexto=bd&selTab=tab2](http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0005878&contexto=bd&selTab=tab2)

MARES, Alberto Ibarra - **Analisis de las Dificultades Financieras de las Empresas en una Economia Emergente: las Bases de Datos y las Variables Independientes en el Sector Hotelero de la Bolsa Mexicana de Valores**. Barcelona: Universidade Autonoma de Barcelona, Departament D' Economia de L'Empresa, (2001). Tese de Doutoramento.



MARTINS, Márcio Severo – **A Previsão de Insolvência pelo Modelo Cox: Uma Contribuição para a Análise de Companhias Abertas Brasileiras.** Porto Alegre: Universidade Federal de Rio Grande do Sul, Escola de Administração, (2003). Dissertação de Mestrado

NOBRE, Ana Maria Botelho Daniel - **Modelos de previsão de falências das pequenas e médias empresas em Portugal.** Açores: Universidade dos Açores, (2012). Dissertação de Mestrado.

NUNES, Rui Miguel Roberto – **Insolvência no sector cerâmico.** Santarém: Instituto Politécnico de Santarém, Escola Superior de Gestão e Tecnologia, (2012). Dissertação de Mestrado.

ORDEM dos Técnicos Oficiais de Contas – **Anuário do Sector Empresarial do Estado e do Sector Empresarial Regional 2011.** [em linha]. [Consult. 24 Set. 2013]. Disponível em: <http://pt.calameo.com/read/000324981b6a000f7b4b4>

QUEIROZ, Sandra Cleia Ferreira de; SILVA, Maria Tereza Ribeiro da; FILHO, José Francisco Ribeiro; LIBONATI, Jeronymo José - **A aplicação dos Modelos de Previsão de Falência em Postos de Combustíveis: Um Estudo Exploratório.** I Seminário de Ciências Contábeis. Universidade Federal de Pernambuco (2007).

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey – **Corporate Finance.** Mcgraw-Hill ISBN 0390320005 (2002).

SANTOS, Paulo Jorge Madeira dos - **Falência Empresarial: Modelo Discriminante e Logístico de Previsão Aplicado às PME do Sector Têxtil e do Vestuário.** Coimbra: Universidade Aberta, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, (2000). Dissertação de Mestrado.

SILVA, Ana Rita Sabugueiro Coelho da - **Modelos de Previsão de Falência de Empresas.** Lisboa: Instituto Politécnico de Lisboa, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, (2011). Dissertação de Mestrado.

SHEPPARD, Jerry Paul - **The Dilemma of Matched Pairs and Diversified Firms in Bankruptcy Prediction Models.** The Mid-Atlantic Journal of Business, 30:1 (1994) 9-25.



## **O Crescimento e o Valor das Empresas**



Professor Paulo Carvalho

O crescimento do volume de negócios é apontado erradamente por muitos gestores como o principal objetivo das empresas por eles dirigidas. Embora esse objetivo possa satisfazer as aspirações de tais gestores, não contribui necessariamente para os interesses daqueles que eles representam: os acionistas, ou, num sentido lato, os proprietários da empresa. Na verdade, aos últimos interessará uma maior dimensão do volume de negócios apenas e quando a mesma acrescente valor, nomeadamente em relação ao investimento que efetuaram na empresa. A questão é que

o crescimento cria valor somente quando decorre de aplicações de rendibilidade superior ao custo dos capitais investidos. Por esta mesma razão, também não será adequado apontar a obtenção de lucro como único objetivo, uma vez que o valor de lucro alcançado pode ser insuficiente para remunerar os acionistas de forma ajustada ao risco que os mesmos assumiram no investimento que fizeram na empresa.

Considere-se, por exemplo, o valor das ações determinado com base no modelo dos dividendos descontados. Numa empresa com crescimento  $g$  constante dos seus dividendos, tal valor deverá ser

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{r - g}$$

representando  $D_0$  os dividendos correntes por ação e  $r$  o custo dos capitais próprios. Dado que  $D_0 = B_0 \times ROE \times d$ , sendo  $B_0$ ,  $ROE$  e  $d$  respetivamente o valor contabilístico por ação, a rendibilidade dos capitais



próprios e o rácio de *payout*, conseguimos obter o rácio *price-to-book*

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE \times d \times (1 + g)}{r - g}$$

Este rácio é útil para aferirmos quanto à relação entre os valores de mercado e os valores históricos dos capitais investidos; valores elevados do rácio confirmam que houve criação de valor para os acionistas. Tendo em conta que  $g \cong ROE(1 - d)$ , surge subsequentemente

$$\frac{P_0}{B_0} \cong \frac{ROE - g}{r - g}$$

A expressão anterior permite concluir que existe efetivamente valorização dos capitais investidos desde que a rentabilidade dos capitais próprios exceda o respetivo custo, i.e., quando  $ROE > r$ . Em virtude dos recursos financeiros que o crescimento consome, coloca-se então a questão de saber se o concomitante custo de capital poderá ficar abaixo da rentabilidade dos investimentos a que tais recursos são destinados; tal questão é o centro da política financeira da empresa. Higgins

(1977) identifica a existência de uma taxa de crescimento das vendas que assegura a consistência dos objetivos de crescimento e da política financeira da empresa: a taxa de crescimento sustentável. O modelo de Higgins assume a existência de objetivos de rácios de estrutura financeira e de distribuição de dividendos, e admite que existem barreiras à angariação de capital próprio externo. Ou seja, as fontes de capitais próprios neste modelo estão limitadas à retenção de lucros, pressuposto que se comprova no caso de muitas grandes empresas e, especialmente, na generalidade das pequenas e médias empresas. As aplicações ou ativos necessários para fazer face a uma variação  $\Delta S$  das vendas são assim equivalentes a

$$\Delta S \times t$$

com  $t$  a representar o ativo dividido pelas vendas. Por seu turno, o financiamento de tais aplicações advém de lucros retidos

$$RE = p \times (S + \Delta S)(1 - d)$$

e de endividamento adicional

$$AF = p \times (S + \Delta S)(1 - d) \times L$$

$p$  e  $L$  identificam a margem líquida de lucro nas vendas e o rácio *debt-to-*



*equity*. Note-se que o endividamento adicional é imposto pelo objetivo do rácio de estrutura financeira, dado os lucros retidos contribuírem para aumentar o capital próprio. Da relação de igualdade entre aplicações e origens, retira-se a taxa de crescimento sustentável das vendas

$$\frac{\Delta S}{S} = \frac{p(1-d)(1+L)}{t-p(1-d)(1+L)}$$

Esta expressão tem a virtude de identificar inequivocamente que as taxas a que empresa pode crescer sustentadamente serão tanto mais elevadas quanto maior for a sua eficiência operacional (maior rotação do ativo, i.e., menor  $t$ ), maior a taxa de retenção dos seus dividendos ( $1-d$ ), maior o seu nível de endividamento objetivo (maior  $L$ ) e, como é natural, maior a rendibilidade das suas vendas (maior  $p$ ). Ambicionar crescer sustentadamente para além do permitido pela rendibilidade das vendas e pela retenção de lucros exige angariar capitais próprios no mercado, requisito que pode colidir com a intenção de manter o controlo da empresa nas mãos dos atuais acionistas. Em alternativa, a

empresa pode sempre recorrer a mais dívida, mas isso significa abdicar da sua estrutura financeira objetivo, assumir mais custos financeiros e, eventualmente, obter menos rendibilidade. Por isso, seja qual for a solução adotada pelos gestores para o crescimento, a mesma não deve perder de vista o objetivo primário da empresa: a maximização do valor para os acionistas.

## Referência

Higgins, Robert, 1977, How Much Growth Can a Firm Afford?, *Financial Management* 6, 7-16.