



Instituto Politécnico do Porto
Escola Superior dos Estudos Industriais e de Gestão
Mestrado em Finanças Empresariais

**“O Papel do Fundo de Maneio das Pequenas e Médias
Empresas”**

Ana Isabel Ferreira de Sá

Orientador: Professor Doutor Armando Mendes Jorge da Silva

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais

Vila do Conde

Março/2012

Instituto Politécnico do Porto
Escola Superior dos Estudos Industriais e de Gestão

Mestrado em Finanças Empresariais

**“O Papel do Fundo de Maneio das Pequenas e Médias
Empresas”**

Ana Isabel Ferreira de Sá

Orientador: Professor Doutor Armando Mendes Jorge da Silva

Dissertação em Finanças Empresariais

Agradecimentos

Na realização de um trabalho desta dimensão, como é a elaboração da dissertação de Mestrado, não seria possível torna-lo num trabalho de qualidade se não estivesse rodeada de pessoas importantes.

Assim, quero agradecer desde já, ao Professor Doutor Armando Silva, por ter aceitado ser meu orientador, e o qual pela transmissão dos seus conhecimentos, pelo tempo disponibilizado, pelos seus comentários pertinentes e pelas sugestões valiosas, ajudou a tornar este trabalho mais rico e mais completo.

À Escola Superior dos Estudos Industriais e de Gestão, que proporcionou toda a comodidade e ótimas infra estruturas.

À minha família, por terem acreditado em mim e por toda a estabilidade emocional que me deram, que contribui para que hoje fosse um ser humano que sou.

Aos meus amigos, pela paciência e pelas críticas construtivas.

A todos, o meu sincero OBRIGADO!

Resumo

Considerando que as empresas com falta de liquidez recorrem às instituições financeiras mas numa altura de contração e de aumento de assimetria de informação as próprias empresa com maiores dificuldades são tentadas a usar determinados “mecanismos” de forma a suprir as suas necessidades de financiamento, então o objetivo do presente trabalho visa estudar, de forma empírica, a relação entre o valor do Fundo de Maneio das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas (PME) e o nível de crédito obtido junto das Instituições Financeiras.

Para o efeito é utilizada uma análise comparativa entre o universo nacional de 2166 com a CAE (Código de Actividade Económica) 25120 – Fabricação de portas e elementos similares em metal face ao universo de 196 PME do distrito de Braga com o mesmo CAE; este estudo é complementado com um estudo de caso de empresa do setor em questão.

Os resultados obtidos através destes dados e deste estudo de caso permitem verificar que, quer em termos financeiros, quer em termos económicos as empresas do distrito de Braga, no setor referido, estão numa posição menos confortável que as restantes empresas nacionais do mesmo setor; isto acontece sobretudo, porque as empresas deste distrito não conseguem fazer face às suas responsabilidades de curto prazo, através dos seus ativos de curto prazo; Por outro lado, o uso de mecanismos de seleção adversa por parte das empresas permitindo-lhes, no curto prazo, resolver alguns problemas financeiros, torna-se muitas vezes a causa do seu fracasso futuro.

Palavras-chave: Gestão Financeira de Curto Prazo, Necessidades em Fundo de Maneio, Fundo de Maneio, Assimetria de Informação

Abstract

Considering that the companies with liquidity needs appeal to the financial institutions but in a cycle of contraction and of increase of asymmetry of information the companies with bigger difficulties are tempted to use certain “mechanisms” in order to get their necessities of financing, the present work aims to study, in an empirical way, the relationship between the value of Working Capital in Small and Medium Enterprises Portuguese (SME) and the level of credit obtained from the Financial Institutions.

For the effect a comparative analysis is performed by comparing the national universe of 2166 enterprises with CAE (Economic Activity Code) 25120 – “Similar manufacture of doors and elements in metal” and the universe of 196 PME of the district of Braga with the same CAE; this study is complemented with a case study of a company of the sector in question.

The results obtained from these data and case study confirm that, in financial terms, the companies of the district of Braga, in the related sector, are in a less comfortable situation than the remaining national companies of the same sector; this happens over all, because the companies of this district do not obtain a sufficient trade credit level to face their responsibilities of short term. Moreover, the use by firms, of adverse selection mechanisms allows them, in the short term, to solve some financial problems but in the long term become, many times, the cause of their future failure.

Keywords: Short-Run Financial Management, Working Capital Needs, Working Capital, Asymmetric Information.

Sumário

Agradecimentos	III
Resumo	IV
Abstract	V
Índice de Gráficos	VII
Índice de Quadros	VIII
Glossário de Termos e Abreviaturas	IX
I. Introdução	1
II. Revisão de Literatura	3
III. Análise Empírica Comparativa	9
IV. Estudo de Caso	22
V. Conclusão	33
Referências Bibliográficas	35
Anexos	39
Anexo A – Inquérito ao sócio A	39
Anexo B – Dados Banco de Portugal	40
Anexo C - Definições	41

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Liquidez Geral em percentagem, para os dois grupos de empresas, nos anos 2007 e 2008	12
Gráfico 2: Liquidez Reduzida em percentagem, para os dois grupos de empresas, nos anos 2007 e 2008	12
Gráfico 3: Autonomia Financeira em percentagem, ano 2007 e 2008	14
Gráfico 4: Cobertura dos Encargos Financeiros, ano 2007 e 2008	15
Gráfico 5: Efeito Endividamento, anos 2007 e 2008	16
Gráfico 6: Estrutura o Passivo, anos 2007 e 2008	16
Gráfico 7: Tesouraria Líquida, em euros, para os anos 2007 e 2008	17
Gráfico 8: Prazo Médio de Recebimento, em dias, anos 2007 e 2008	18
Gráfico 9: Prazo Médio de Pagamento, em dias, para o ano 2007 e 2008	19
Gráfico 10: Rotação do Stock do Inventário, vezes/ ano em 2007 e 2008	20
Gráfico 11: Rotação do Ativo, número de vezes/ano em 2007 e 2008	20

Índice de Quadros

Quadro 1 – Valores da Empresa A para os anos 2006, 2007, 2008 e 2009	26
Quadro 2 – Distribuição do volume de negócios, no ano 2009	27
Quadro 3 – Rácios de Braga e da Empresa A para os anos 2007 e 2008	32

Glossário de Termos e Abreviaturas

Abreviatura	Designação
AF	Autonomia Financeira
CAE	Código das Atividades Económicas
CJ	Cobertura de Encargos Financeiros
CP	Capitais Próprios
FM	Fundo de Maneio
IAPMEI	Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação
LG	Liquidez geral
NFM	Necessidades de Fundo de Maneio
PME	Pequenas e Médias Empresas
PMP	Prazo Médio de Pagamentos
PMR	Prazo Médio de Recebimentos
QREN	Quadro de Referência e Estratégia Nacional
RA	Rotação do Ativo
RL	Resultado Líquido
RSI	Rotação do <i>Stock</i> de Inventários
SABI	<i>Iberian Balance Sheet Analysis System</i>
TL	Tesouraria Líquida
TOC	Técnico Oficial de Contas
VN	Volume de Negócios

I. Introdução

As Pequenas e Médias Empresas¹ (PME) são o motor impulsionador da economia Portuguesa. O nosso tecido empresarial é constituído, segundo um estudo realizado em 2008 pelo IAPMEI, maioritariamente por pequenas e médias empresas, as quais representam 99,7% das unidades empresariais, sendo que 85,6% são micros empresas. As PME geram 72,5% do emprego nacional, empregando 2.178.493 pessoas e realizam 57,9% do volume de negócios nacional, ou seja, aproximadamente de 201,7 mil milhões de euros. Estas empresas são particularmente dependentes do crédito concedido pelas Instituições Financeiras, sendo financiadas externamente em mais de 50% dos capitais totais,² acresce que dado o atual clima económico as fontes de financiamento externo tornam-se ainda mais exigentes, pelo que é necessário ter um bom desempenho para conseguir obter financiamento.

Na atual conjuntura há cada vez mais dificuldade em receber as vendas efetuadas e há cada vez menos tempo para solver as obrigações, provocando uma diminuição da liquidez³ e conseqüentemente um aumento das necessidades de Fundo de Maneio⁴ (FM). Deste modo, as PMEs necessitam de forma crescente de possuir FM para fazer face a problemas de liquidez. Contudo, quando não há liquidez as empresas recorrem às instituições financeiras para resolver esse problema, mas numa altura de contração económica e de aumento da assimetria de informação⁵, as empresas sentem-se tentadas a deturpar as suas contas e a informação prestada de forma a conseguirem obter algum financiamento para a sua actividade. O retrato e explicação desta realidade é o objetivo do presente trabalho, utilizando um caso em concreto de uma empresa do setor de “Fabricação de portas e elementos similares em metal” pertencente ao distrito de Braga.

¹ A definição de seleção da PME foi realizada de acordo com os requisitos estabelecidos pela Comissão Europeia, a recomendação 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003. Neste sentido, é considerada PME aquela empresa que emprega menos de 250 pessoas, cujo o volume de negócios não exceda 50 milhões de euros ou cujo o balanço total não exceda os 43 milhões de euros.

² Segundo um estudo do INE: Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas 2008.

³ Liquidez é a capacidade da empresa dispor de dinheiro para solver as suas obrigações de imediato.

⁴ Para Cohen, (1995,136) O “FM representa o excedente de capitais permanentes sobre o ativo imobilizado líquido, e, por conseguinte, a parte dos capitais permanentes que podem ser destinados ao financiamento do ativo circulante”.

⁵ Assimetria de informação acontece quando um dos agentes económicos detém informações relevantes em que os outros agentes económicos não possuem.

Neste sentido, a presente dissertação encontra-se dividida em quatro partes.

Numa primeira parte será feito o necessário enquadramento teórico, através de uma revisão da literatura relativa à importância e papel do Fundo de Maneio para a rentabilidade e liquidez das empresas.

Na segunda parte será efetuado um estudo comparativo para os anos de 2007 e 2008, entre valores médios nacionais e pequenas e médias empresas do distrito de Braga que tenham como actividade económica a “Fabricação de portas, janelas e elementos similares em metal (CAE 25120).

A terceira parte consistirá num estudo de caso de uma empresa desse mesmo distrito e desse setor de atividade, tendo por base uma entrevista extensa a um dos sócios da empresa; neste estudo retratar-se-á a evolução da situação económico-financeira da empresa e a forma como a mesma usou a assimetria de informação para obter financiamento bancário de emergência.

Esta dissertação termina com a conclusão, onde se procede à identificação das principais conclusões do estudo, bem como das lacunas e omissões desta dissertação.

II. Revisão de Literatura

Na literatura das finanças empresariais, a maioria dos estudos foca-se na análise da gestão financeira de longo prazo e sobre os seus efeitos em empresas de grande dimensão. No entanto, a gestão financeira de curto prazo é muito importante, sobretudo nas pequenas e médias empresas (PME), onde o crédito concedido pelos fornecedores é, muitas vezes, a principal, se não única, fonte de financiamento externo, uma vez que estas empresas enfrentam enormes dificuldades em obter financiamento de médio e longo prazo, junto das instituições financeiras (Petersen e Rajan, 1997). Torna-se, por isso, fundamental que as PME executem uma gestão eficiente do seu investimento em ativo corrente (Peel e Wilson, 1996). De facto, a gestão de FM pode ser crucial para a sobrevivência e crescimento, especialmente, de pequenas empresas, e uma inapropriada avaliação das necessidades de fundo de maneio pode potenciar o risco de falência (Laughlin, 1980; Grablowsky, 1984).

Estudos empíricos anteriores evidenciam que o investimento e a gestão do FM têm um impacto significativo tanto na rentabilidade como na liquidez de uma empresa. Posto isto, a gestão do FM tem que ser observada como sendo parte integrante do plano estratégico da empresa para alcançar o seu principal objetivo: a criação de valor (Shin e Soenen 1998; Deloof 2003).

O FM é definido como “a parcela do capital circulante total que é financiada por capitais próprios” (Menezes, 1996, 121). Para Cohen, (1996,136), o “FM representa o excedente de capitais permanentes sobre o ativo imobilizado líquido, e, por conseguinte, a parte dos capitais permanentes que podem ser destinados ao financiamento do ativo circulante”. Para determinar de forma correta o investimento em FM é necessário ter em conta o volume e natureza da atividade da empresa em questão. Assim, um dos objetivos da gestão financeira passa por determinar em cada momento o investimento ótimo em FM, isto é, o nível de investimento em que corresponda às necessidades de fundo de maneio (NFM). Porém, esse valor não é fácil de determinar pois depende de fatores intrínsecos e de fatores extrínsecos à empresa (Chiou *et al.* (2006).

Os fatores intrínsecos são os derivados do foro interno da empresa; é o caso da natureza da atividade (comercial ou industrial) que determina a duração do ciclo de exploração (mais longo nas empresas industriais). Os fatores extrínsecos advêm de forças externas, tais como: um ciclo de exploração dispendioso (dependente do preço

dos fatores de produção) ou o facto de ocorrerem situações como greves e avarias técnicas que influenciam o ciclo de exploração e influenciam igualmente a determinação do valor ajustado. Contudo, o investimento ótimo em FM depende sobretudo das políticas de FM adotadas por cada entidade, classificadas como políticas agressivas ou políticas conservadoras.

A adoção de políticas agressivas implica uma redução nos inventários, que se traduz numa redução dos custos de financiamento, uma vez que são utilizados *stocks* adequados ao volume de vendas, e assim o custo de armazenamento é menor. Neste tipo de política, também é verificada uma redução do crédito concedido a clientes, diminuindo o crédito incobrável, e o aumento dos prazos de pagamentos a fornecedores, obtendo-se assim um financiamento extra. Contudo, há que ressaltar que o aumento deste prazo pode implicar perda de descontos de pronto pagamento (Ng *et al.*, 1999). Tal como apontado por Wang (2002) e Garcia-Turuel e Martinez-Solano (2007), este tipo de políticas de gestão de FM podem ter efeitos negativos, tais como o risco incorrido pela empresa em reduzir a um nível mínimo os inventários e a redução do crédito concedido aos clientes pode implicar diminuição das vendas.

Por outro lado, a empresa pode optar pela adoção de políticas de FM conservadoras, desenhadas para incrementarem as vendas (Petersen and Rajan, 1997). Este tipo de políticas implica a manutenção de níveis elevados de inventários em armazém com o objetivo de evitarem interrupções no processo produtivo e não se perderem potenciais negócios, e assim mitigarem o risco de flutuações de preços das matérias-primas (Blinder e Maccini, 1991). Em contrapartida, esta situação traz custos elevados de financiamento não só na compra de matérias-primas mas também na manutenção das existências, acrescendo o risco de essas existências se tornarem obsoletas. Vários estudos apresentam evidências das vantagens sobre a rendibilidade da adoção de políticas de FM conservadoras (Czyzewski e Hicks, 1992; Long *et al.*, 1993; Deloof e Jeggers, 1996). No entanto, outros estudos empíricos sobre este assunto apontam evidências em sentido contrário (Jose *et al.*, 1996; Shin and Soenen, 1998; Wang, 2002; Deloof, 2003; Valadas, 2005; García-Teruel and Martínez-Solano, 2007).

Neste sentido, o principal objetivo da gestão FM é gerir o *tradeoff* entre a rendibilidade e o risco. Políticas conservadoras de gestão de FM caracterizam-se por diminuir o risco derivado da diminuição de investimento em FM mas provocam uma diminuição da rendibilidade. Por outro lado, as políticas agressivas implicam um aumento do risco mas também um aumento da rendibilidade (Smith, 1980). Para

alcançar este objetivo, a gestão de FM deve tentar encontrar o ponto de equilíbrio do investimento em inventários e clientes, e de utilização do crédito concedido pelos fornecedores.

No que respeita aos inventários, estes devem mantidos em níveis suficientes para assegurar a continuidade da atividade. Um investimento excessivo em inventários provoca custos desnecessários. A manutenção desse nível mínimo provoca três importantes efeitos: a redução de custos, uma tesouraria de exploração positiva e uma diminuição na reserva de segurança. Na verdade, o gestor financeiro deverá gerir da melhor forma as vantagens e desvantagens de possuir *stocks*, tal como é apontado por Brealey *et. al.* (2007,821). Outro fator a ter em atenção é a rotação dos inventários, isto é, quanto maior a rotação das matérias-primas menor é o nível de armazenamento de *stocks*, o que implica a libertação de recursos financeiros. No entanto, o consumo das matérias-primas deve ser inferior ao tempo de reposição do *stock*, para que a produção não pare, o que torna, temporariamente, o FM negativo (Fazzari e Petersen, 1993).

No que respeita aos clientes, quando o prazo de recebimento dos clientes diminui, produz uma “folga” no FM mas, quando se dilata produz uma tendência para que o volume das vendas também aumente (até porque parte dos clientes também estará financeiramente constrangido, como será referido e explicado mais à frente nesta secção); neste sentido, e de acordo com Fazzari e Petersen (1993), as vendas a clientes são uma forma de obter liquidez limitada. É assim, necessário ter especial atenção, se o ganho que resulta do incremento das vendas compensa os custos que ocorrem com a cedência de crédito.

Por último, a variável fornecedores dá “margem de manobra” ao FM, quando o prazo de pagamentos é superior ao de recebimentos. Por um lado, o gestor financeiro deve tentar obter o maior prazo possível para pagar aos seus credores, uma vez que este prazo serve para financiar a atividade corrente. Por outro lado, o diferimento em demasia dos prazos de pagamento pode resultar numa perda de descontos de pronto pagamento ou menor flexibilidade em obter créditos no futuro (Wang, 2002). Como apontado por Petersen e Rajan (1997), muitas empresas, por sentirem restrições no acesso ao financiamento externo, recorrem ao crédito comercial proveniente dos fornecedores, em vez de recorrerem às instituições financeiras. Aliás, segundo estes autores, a assimetria de informação é menos sentida pelos fornecedores do que pelas Instituições financeira. Os fornecedores têm, normalmente, mais acesso a informação do que as instituições financeiras devido a contactarem com outras empresas do setor

(concorrentes, clientes e outros fornecedores) e por isso conseguem realizar uma análise de risco mais rigorosa estando, assim, mais capacitados para avaliar e controlar os riscos inerentes da concessão de crédito.

Neste sentido, face aos prós e contras dos níveis de investimento em FM, cada empresa deverá encontrar o seu ponto de equilíbrio. Para além disso, um valor de FM insuficiente ou excessivo irá repercutir-se numa tesouraria deficitária ou numa tesouraria excedente (Pires, 2006). Uma tesouraria deficitária pode ocorrer por diversas situações, tais como: (i) uma redução do crédito concedido às empresas por parte dos fornecedores; (ii) um aumento do stock de inventários resultante de uma conjuntura macroeconómica de contração ou pelo facto da empresa aumentar o volume da produção não se traduzindo efetivamente num aumento nas vendas; (iv) o aumento do crédito concedido aos clientes devido a um aumento das vendas ou pela dilatação dos prazos de recebimento; (v) os recursos gerados pelo ativo fixo são inferiores ao custo do seu financiamento. Qualquer uma destas situações mencionadas traduz-se num aumento dos custos de financiamento que provocará pressões sobre a tesouraria de curto prazo e poderá conduzir a empresa ao incumprimento do pagamento dos créditos obtidos (Pires, 2006).

É importante mencionar que, apesar de uma empresa apresentar uma situação de tesouraria insuficiente a curto prazo, isso não significa que a empresa esteja em situação de insolvência, mas poderá ser um indicador de que tal situação possa ocorrer. Tal indicador revela que o ciclo de conversação monetário⁶ é maior em empresas que adotaram políticas conservadoras de FM. Nesse caso, a empresa pode sofrer de desequilíbrios temporários na sua tesouraria devido a conceder prazos de recebimento mais longos do que os prazos de pagamentos aos seus fornecedores (aproveitando dessa forma descontos de pronto pagamento). Existe sempre o risco, associado a este tipo de políticas de FM, dos créditos concedidos não serem recebidos, o que a longo prazo conduz a uma situação financeira insustentável.

Por sua vez, quando estamos na presença de uma tesouraria excessiva, a empresa gera liquidez a um ritmo superior ao da cadência das suas exigibilidades. Ou seja, há fundos que não estão a ser utilizados eficientemente. Essa situação pode provocar uma

⁶ O ciclo de conversão monetária é o prazo desde o pagamento aos fornecedores até o recebimento da venda do produto.

diminuição na rentabilidade porque o investimento em ativo de curto prazo é caracterizado por ser um investimento que gera uma rentabilidade baixa (Hager, 1976).

A caracterização das políticas de gestão de FM e os seus efeitos da liquidez da empresa são essenciais para se compreender a realidade das PME portuguesas e a forma como estas empresas gerem o seu FM. Tal como evidenciado por Silva e Carreira (2010), num estudo baseado numa amostra de empresas Portuguesas de vários setores de atividade, muitas das PME sofrem de restrições financeiras. Na verdade, face às dificuldades na obtenção de crédito, a informação financeira disponibilizada aparece, muitas vezes, fora do contexto. De facto, para obter financiamento (sobretudo a curto prazo), as empresas acabam por recorrer a manipulação contabilística com intenção de maquilhar as suas contas, e desse modo, obterem crédito por parte das instituições financeiras. Na verdade, as empresas recorrem em simultâneo a diversas instituições financeiras para obterem o crédito que sucessivamente lhes é negado (Bonfim *et al*, 2008). Se a estratégia de manipulação resultar, o potencial credor (instituição financeira) toma uma decisão com base no relatório de contas fornecido pela empresa, o que envia a decisão de concessão de crédito. Desta forma, está assim configurada uma clara situação de assimetria de informação e mais precisamente de seleção adversa⁷, porque o gestor financeiro ao pedir o empréstimo à instituição financeira vai omitir informações importantes; na verdade, se essas informações estivessem na posse da instituição financeira, o crédito seria negado, o que elevaria o risco de insolvência, tal como é referido por Petersen and Rajan, 1997.

Segundo Bonfim *et al* (2008), a maioria das empresas portuguesas obtêm empréstimos junto de várias instituições financeiras em simultâneo⁸. Também é um facto, que no início da relação banco-empresa, as taxas de juro “oferecidas” pelos bancos são menores de forma a captar os clientes, contudo à medida que o tempo avança as taxas de juro cobradas vão aumentando, traduzindo o aumento do poder dos bancos no relacionamento com os clientes. Esta situação é particularmente sentida nas empresas que não conseguem constituir novas relações, caso típico das micro empresas que não têm capacidade para alargar a sua base de crédito e ficam em situação vulnerável num relacionamento bancário exclusivo. Na verdade, quando o conhecimento sobre a empresa avança, diminui a assimetria de informação e as taxas de

⁷ Seleção adversa é um fenómeno que ocorre quando uma das partes obtém informação privilegiada antes da relação contratual se estabelecer.

⁸ Em média 3 bancos, segundo o estudo de Bonfim *et al*. (2008)

juro acabam por se adaptar à realidade da valia empresarial, podendo descer ou subir, conforme o tipo de empresa em causa.

Para Farinha e Santos (2002), em situação *standard* as empresas inicialmente financiam-se junto de uma só instituição bancária e só gradualmente vão estabelecendo novas relações bancárias. Na verdade, as empresas com indicadores que reflitam baixo risco de crédito devem criar uma relação exclusiva com um banco, diminuindo a assimetria de informação e, naturalmente, reduzindo os custos de monitorização, o que proporciona à empresa custos de financiamento menores (Diamond, 1984 e Petersen e Rajan, 1994). No entanto, empresas cujos indicadores económico-financeiros reflitam elevado risco de crédito têm a ganhar (pelo menos no curto prazo) se ocultarem a sua verdadeira situação financeira e por isso tentam (na maior parte das vezes sem sucesso) iniciar novas relações bancárias de forma a não existir tempo suficiente em cada relação para que a assimetria de informação diminua (Bonfim *et al.*, 2008)

Por outro lado, uma outra teoria presente nesta relação (banco-financiamento), suporta a ideia de que quanto maior for a diversidade das fontes de financiamento, menores serão os custos de financiamento (Bonfim *et al.*, 2008). O fundamento desta teoria baseia-se no facto do montante global do empréstimo ser repartido pelas várias instituições diminuindo o risco de crédito para os bancos e, conseqüentemente, o custo do respetivo financiamento. Ou seja, quando as empresas concentram os seus financiamentos num único banco os seus custos de financiamento aumentam, facto que pode explicar a tendência para a busca de relações bancárias diversificadas pelas empresas (Bonfim *et al.*, 2008).

Em suma, a literatura nesta área de estudo concentra-se na atitude das empresas recentes e sobretudo nas novas PME. De facto, outra situação que pode aumentar a dificuldade de financiamento destas PME é o seu tempo de vida, ou seja, o seu historial de rendibilidades geradas no passado, que “forçam” a recorrer a outras formas de “financiamento” para além do crédito prestado pelas instituições financeiras, reforçando-se desta forma a importância, para estas empresas, do crédito comercial (Whited, 1992).

III. Análise Empírica Comparativa

Pretende-se com este capítulo caracterizar a base de dados utilizada e as variáveis selecionadas que compõe a componente “comparativa” da parte empírica, sendo que esta parte empírica também é formada por um estudo de caso. Esta análise será feita em termos comparativos entre as empresas do sector de “Fabricação de portas e elementos similares em metal”, do distrito de Braga face às empresas do mesmo setor no total do país, uma vez que o estudo de caso pertence a empresa deste setor e daquele distrito.

Esta análise visa perceber qual o cenário económico-financeiro das empresas portuguesas com menos FM que necessitam de recorrer ao crédito junto das Instituições Financeiras para financiarem a sua atividade de curto prazo. A escolha dos anos de 2007 e 2008 resulta do facto de na altura da realização do trabalho não existirem informações mais recentes, na base de dados utilizada, sobre os balanços e demonstração de resultados das empresas do setor em estudo. No final deste capítulo pretende-se perceber melhor as diferenças de desempenho financeiro entre os dois grupos de empresas para desta forma evidenciar as discrepâncias entre as empresas do distrito de Braga e a média nacional, nomeadamente no que diz respeito a prazos de pagamento e de recebimento como forma de financiarem a sua actividade, tudo isto para se compreender ainda melhor o estudo de caso subsequente.

Os dados utilizados neste estudo relativo à informação das empresas do distrito de Braga foram obtidos a partir da base de dados SABI (Iberian Balance Sheet Analysis System), que contém informações gerais (como sejam o número de empregados e a data de constituição da empresa) e contas anuais de mais de 350.000 empresas portuguesas. Quanto à informação usada para cálculo da média das empresas nacionais, as mesmas foram obtidas através da Central de Balanços do Banco de Portugal. Para o estudo da Empresa A as informações relativas a esta empresa foram obtidas não só junto da própria empresa como também recorrendo à base de dados SABI.

Os dados em estudo incluem 196 PME's do distrito de Braga e 2166 empresas a nível nacional, com a CAE (Código de Atividade Económica) 25120 – Fabricação de portas e elementos similares em metal. Estes dados foram filtrados e validados, tendo sido excluídas 16 empresas que tinham outra atividade que não a que é alvo de estudo,

talvez por falta de atualização da CAE. A filtragem dos dados foi realizada através da parametrização no SABI.

No que respeita ao conjunto de indicadores utilizados para a realização do estudo foram usados indicadores económico-financeiros e indicadores de atividade; no que respeita aos primeiros estudam-se a liquidez geral e reduzida, a autonomia financeira, o rácio de cobertura de juros, o nível de endividamento e a tesouraria líquida; quanto aos indicadores de atividade estudam-se o prazo médio de recebimento, o prazo médio de pagamento, a rotação do *stock* do inventário e a rotação do ativo. Estes indicadores foram escolhidos uma vez que permitem estudar a evolução da situação económico-financeira das empresas, sobretudo do ponto de vista do FM gerado e sua adequação, sendo os indicadores de atividade escolhidos face à sua correlação com o FM. Acresce ainda para esta seleção o facto de este conjunto de indicadores estarem disponíveis na base de dados usada.

De seguida descrevem-se com mais detalhe cada um dos indicadores usados; assim, começa-se por dizer que a liquidez geral⁹ é um rácio que mede a capacidade da empresa cumprir as suas obrigações a curto prazo, usando os ativos circulantes¹⁰. Quanto maior for este rácio maior é a capacidade da empresa cumprir as suas obrigações imediatas mas, por outro lado, um rácio muito elevado pode significar recursos mal aproveitados. Para Nabais e Nabais (2005), o valor médio normal situa-se entre os 150% e os 200%¹¹, uma vez que nesse caso, o passivo a curto prazo é coberto na totalidade pelos ativos circulantes¹², ou seja, a empresa consegue fazer face às suas responsabilidades de curto prazo através dos seus ativos de curto prazo e ainda obtêm um Fundo de Maneio positivo. No entanto, este valor médio “normal” depende de variados factores, como por exemplo: (i) do setor onde a empresa exerce a sua atividade; na verdade há empresas que necessitam de *stocks* de existências ou de matérias-primas elevados e dada essa característica o nível médio do rácio sobe; inversamente, o rácio deve ser menor para empresas que não necessitam ou não podem

⁹ Liquidez Geral = Ativo Circulante/ Débitos a curto prazo

¹⁰ Ativo circulante é um ativo que satisfaça qualquer dos seguintes critérios: se espera que seja realizado, ou se pretende que seja vendido ou consumido, no decurso normal do ciclo operacional da entidade; esteja detido essencialmente para a finalidade de ser negociado; Se espere que seja realizado num período de doze meses após a data do balanço; ou seja caixa ou um ativo equivalente de caixa a menos que lhe seja limitada a troca ou o uso para liquidar um passivo pelo menos doze meses após a data do balanço;

¹¹ Vêr livro: Nabais, Carlos; Nabais, Francisco; “Prática Financeira II – Gestão Financeira”, pag. 247

¹² Do ponto de vista contabilístico estas designações já foram alteradas com o SNC.

ter um grande valor em *stocks*; (ii) outro fator importante centra-se na política de vendas da empresa, na verdade se a empresa optar por acelerar as vendas aumentando o valor de crédito concedido a clientes, o valor médio do rácio também aumentará; (iii) outro fator que influencia o valor médio da liquidez geral é o efeito da sazonalidade da actividade.

Observando o Gráfico 1, reparamos que a nível nacional no setor de Fabricação de portas e elementos similares em metal, a liquidez geral encontrava-se em 2007 nos 175,13% aumentando em 2008 para os 189,75%, ou seja, as empresas deste setor conseguem utilizar os ativos de curto prazo para pagar as dívidas a curto prazo e ainda obtêm um FM positivo. No distrito de Braga, a liquidez geral também sofreu um ligeiro aumento em 2008, no entanto, este indicador está abaixo do valor aconselhável, o que poderá causar instabilidade, sobretudo se a rotação de existências for baixa e os débitos dos clientes forem de cobrança difícil.

Analisamos de seguida o rácio de liquidez reduzida; no cálculo da liquidez reduzida¹³, as existências são retiradas aos ativos circulantes e o nível médio “razoável” (embora dependendo dos factores mencionados a cima), situa-se nos 110%¹⁴. Dito isto, observamos (Gráfico 2) que a nível nacional, as empresas do setor em análise apresentam estabilidade financeira, uma vez que em 2007 o rácio situou-se nos 123,24% e em 2008 nos 135,38%. Por sua vez, as empresas do distrito de Braga permanecem abaixo do valor aceitável, com 85% em 2007 e 55% em 2008.

Desta forma, observando, os rácios de liquidez geral e liquidez reduzida, a diferença de valores entre as empresas do distrito de Braga e a média nacional para os anos 2007 e 2008, é aproximadamente de 50p.p.¹⁵ desfavoráveis às empresas de Braga. Quando analisamos a liquidez reduzida (2008) constatamos que a desvantagem das empresas do setor do distrito de Braga é muito elevada (cerca de 80p.p); tal diferencial pode ser explicado pelo facto de as empresas deste setor no distrito de Braga possuírem um grande valor em existências, o que pode ser justificado quer por práticas de *stocks*

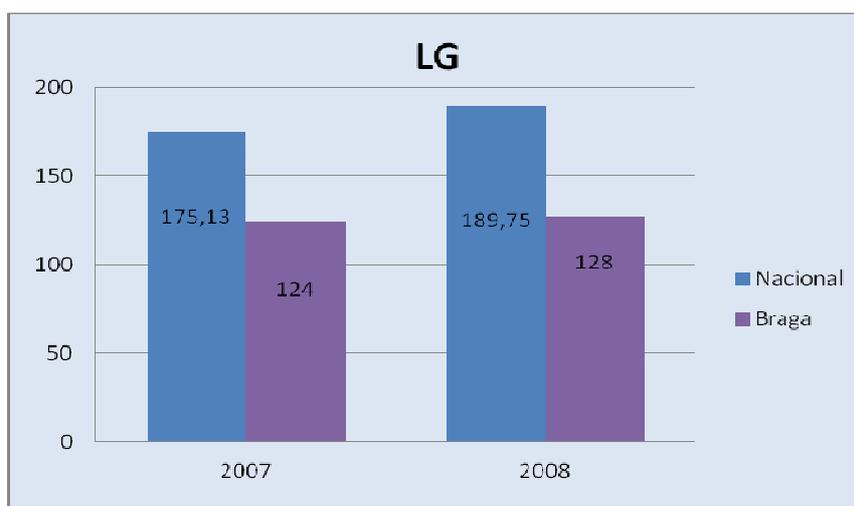
¹³ Liquidez Reduzida = (Ativo circulante – Existências) / débitos de curto prazo;

¹⁴ Vêr livro: Nabais, Carlos; Nabais, Francisco; “Prática Financeira II – Gestão Financeira”, pag. 248

¹⁵ Foi realizado um teste *t Student* às médias de amostras independentes. O teste *t* testa se a média da liquidez geral e liquidez reduzida é significativamente diferente entre as empresas do distrito de Braga e a média nacional. Após o teste verificou-se que o *p - value* > 0,05, pelo que não se rejeita a hipótese de que, a média da liquidez geral e a média da liquidez reduzida são significativamente diferentes entre os dois grupos de empresas.

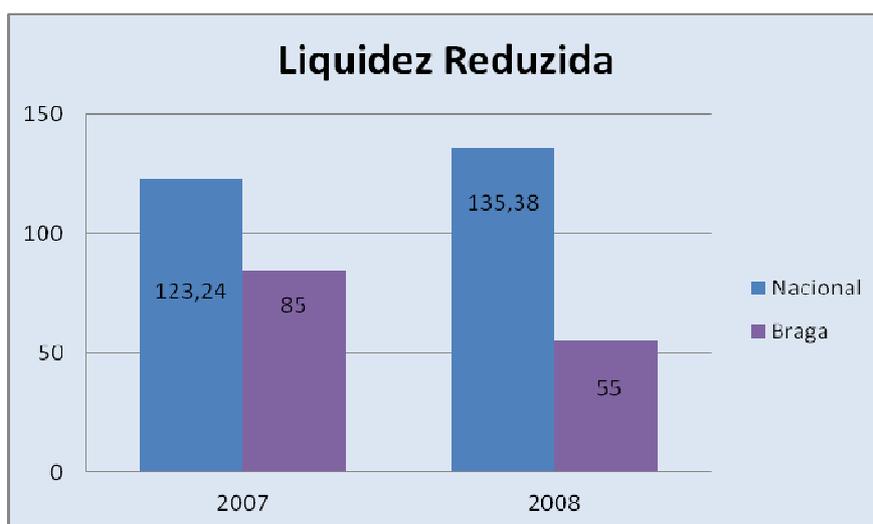
especulativos (ou seja, *stocks* a pensar nas futuras vendas ou num aumento dos custos das matérias-primas), quer por deficientes práticas de gestão de *stocks*. Outra explicação poderia passar pelo facto de a “empresa média nacional” não ter capacidade para comprar *stocks* adequados de existências, isto é, as empresas não terem disponibilidade financeira para adquirir o valor ótimo de existência de forma a evitar ruturas de stock, colocando-se em causa todo o processo produtivo.

Gráfico 1: Liquidez Geral em percentagem, para os dois grupos de empresas, nos anos 2007 e 2008



Fonte 1: Própria

Gráfico 2: Liquidez Reduzida em percentagem, para os dois grupos de empresas, nos anos 2007 e 2008



Fonte 2: Própria

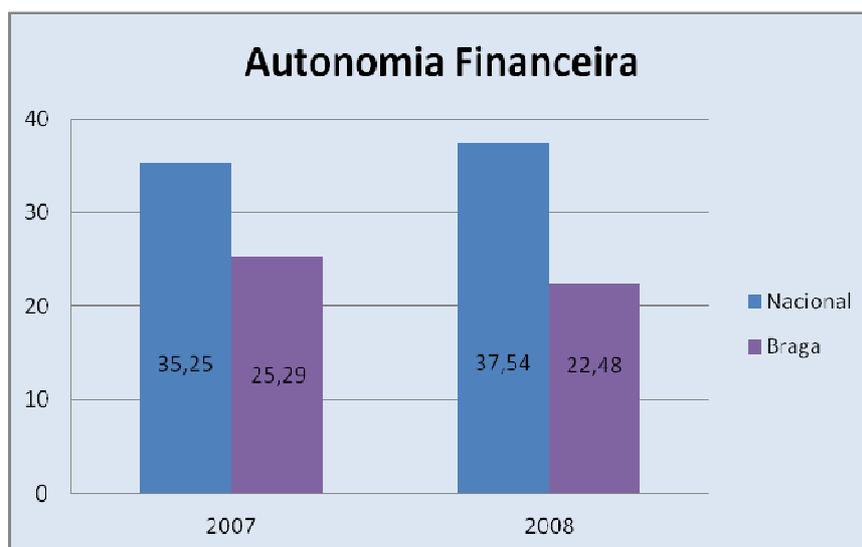
Ainda no domínio da análise financeira, são estudados nos Gráficos 3, 4 e 5 outros indicadores financeiros que são instrumentos muito utilizados pelos investidores e credores, uma vez que também medem a capacidade da empresa solver os seus compromissos.

A empresa tem autonomia financeira total¹⁶ (Gráfico 3) quando os capitais próprios da empresa cobrem os ativos, sem necessidade de recorrer a capitais externos. Porém, muitas empresas por mais autonomia que possuam, recorrem ao endividamento como forma de se alavancarem (Gráfico 5 reflete o rácio de endividamento), ou seja, aumentam deliberadamente o nível de endividamento de forma a provocar uma melhoria na rentabilidade dos seus capitais próprios. Este efeito está presente quando os custos de financiamento são inferiores à rentabilidade do investimento mas também desde que o capital alheio seja menos dispendioso que o capital próprio. No entanto este efeito deve ter em conta a estrutura de capitais de cada empresa e a rentabilidade de cada um dos seus investimentos ser superior ao custo de obtenção dos capitais alheios, uma vez que a partir de um certo nível de endividamento, o custo do capital alheio torna-se mais significativo.

Entretanto, observando o Gráfico 3, constatamos que no que diz respeito a este rácio de autonomia financeira, os valores apresentados não são favoráveis, tanto a nível nacional como distrital; na verdade, só 37,54% dos ativos das empresas nacionais no setor de “Fabricação de portas e elementos similares em metal” (2008), são financiadas pelos capitais próprios, o que significa que 62,46% (100% - 37,54%) são financiados por capitais alheios, traduzindo-se num aumento de encargos financeiros (embora em certas situações, o retorno desses investimentos possa ser superior aos seus respetivos encargos. Pior é a situação das empresas do distrito de Braga com níveis de autonomia financeira inferiores a 30% em 2007 e 2008.

¹⁶ Autonomia Financeira = Capitais Próprios / Ativo

Gráfico 3: Autonomia Financeira em percentagem, ano 2007 e 2008

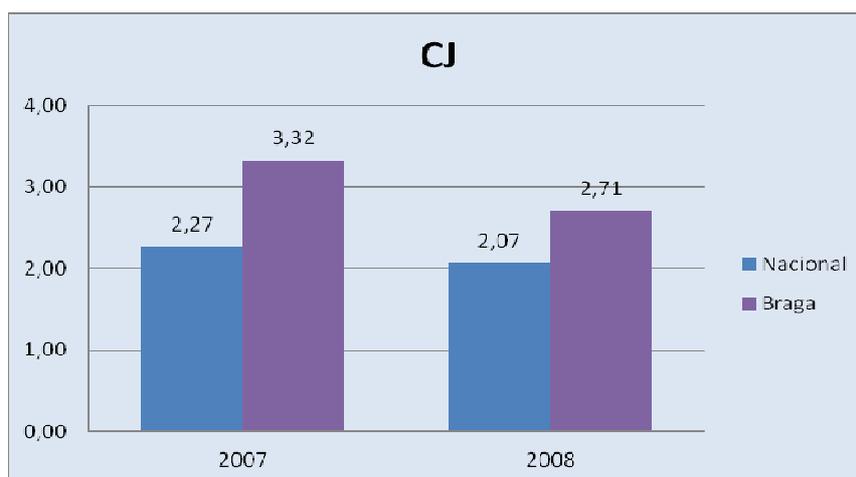


Fonte 3: Própria

Complementarmente, em termos comparativos, o rácio de cobertura dos encargos financeiros¹⁷ mede a aptidão das empresas para conseguirem satisfazer os seus compromissos, relativos a juros suportados, através dos resultados operacionais que geram. Ou seja, quanto mais elevado for este rácio, maior será a probabilidade de que o resultado operacional gere meios suficientes para cumprir as obrigações financeiras. Este indicador traduz a capacidade de pagar os encargos financeiros da dívida por recurso aos resultados operacionais. Assim, o Gráfico 4 mostra que tanto a nível nacional com distrital as empresas deste setor conseguem cobrir os encargos financeiros com o resultado gerado pela sua actividade operacional. Apesar de, em ambos os grupos de empresas este rácio diminuir, as empresas do distrito de Braga, têm mais capacidade de, com os resultados positivos gerados pela actividade de exploração, suportarem os encargos financeiros a que estão sujeitas, face à média das empresas nacionais; as explicações para esta diferença podem estar associadas ao facto de as empresas do distrito de Braga terem menor acesso a capitais alheios (o que consequentemente, reduz o custo de obter esses capitais), quer ao facto e as empresas de Braga conseguirem ter mais proveitos operacionais que a média das empresas nacionais.

¹⁷ Cobertura de Encargos Financeiros = Resultados Operacionais/Encargos financeiros

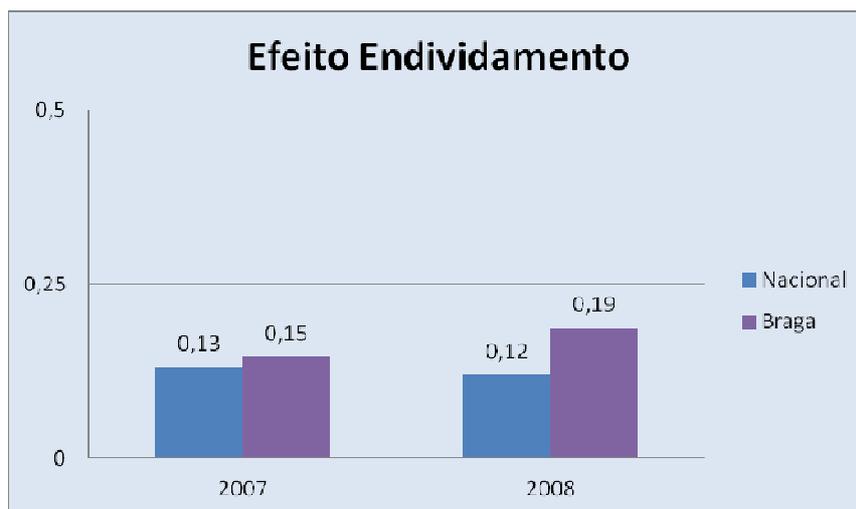
Gráfico 4: Cobertura dos Encargos Financeiros, ano 2007 e 2008



Fonte 4: Própria

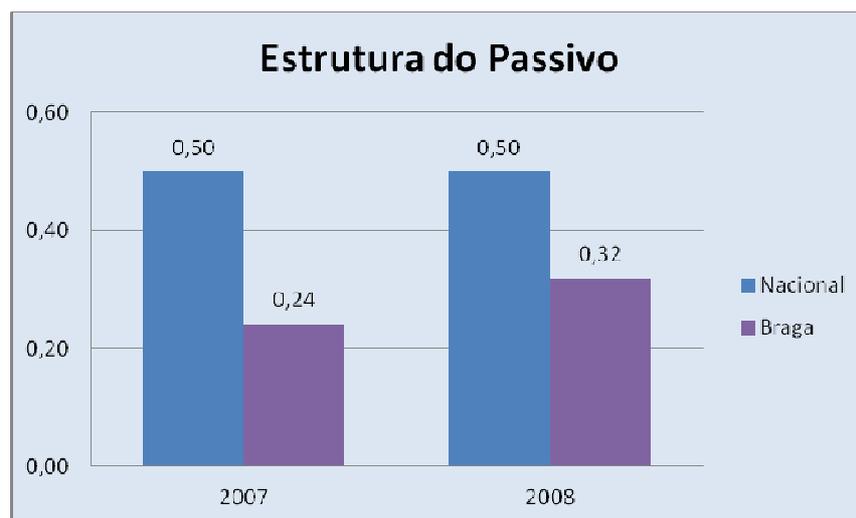
O Gráfico 5 retrata a relação entre os capitais alheios de médio e longo prazo e o total dos seus ativos, ou seja, indica a percentagem de capitais alheios estáveis sobre o total do investimento da empresa. Através deste gráfico podemos observar que as empresas de Braga aumentaram o peso do endividamento de médio e longo prazo no período de 2007 para 2008, enquanto que a média das empresas nacionais diminuiu. No entanto o valor deste rácio não é favorável para ambos os grupos das empresas. Em 2008 só 19% dos capitais alheios de médio e longo prazo é que financiaram o investimento total da empresa, no distrito de Braga, ou seja, estes dois grupos de empresas em análise possuem valores superiores em capitais alheios de curto prazo, o que pode prejudicar a rentabilidade da empresa ao exigir que estas aumentem os seus meios libertos. Estes valores podem ser justificados, porque as empresas não conseguem obter empréstimos de médio e longo prazo a nível superior a empresas de outros setores. No seguimento deste rácio, é apresentado o Gráfico 6 que retrata a proporção de capitais alheios de médio e longo prazo face aos capitais alheios de curto prazo. Assim, podemos observar que, no que refere à média das empresas nacionais estas empresas tem o dobro do peso de capitais alheios de longo prazo face aos seus capitais alheios de curto prazo, enquanto que nas empresas do distrito de Braga (e ainda que tenham aumentado no período de 2007 para 2008) os capitais alheios estáveis representam apenas 32% dos capitais alheios de curto prazo em 2008.

Gráfico 5: Efeito Endividamento¹⁸ anos 2007 e 2008



Fonte 5: Própria

Gráfico 6: Estrutura o Passivo¹⁹, para os anos 2007 e 2008



Fonte 6: Própria

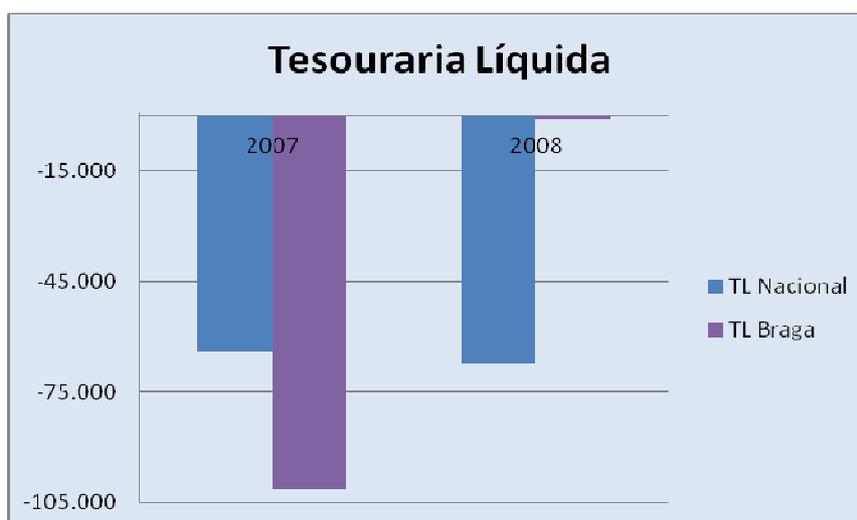
No gráfico 7, é apresentada a tesouraria líquida que resulta da diferença entre o FM e as necessidades do FM. Para a tesouraria estar em equilíbrio o FM deve conseguir financiar as necessidades de FM, ou seja o FM deve ser suficiente para financiar o ciclo de exploração, constituído pelas existências, os clientes e os fornecedores. Se o valor da tesouraria líquida for muito alto, poderá ser um indicador de que os recursos financeiros não estão a ser eficientemente utilizados. Por outro lado, se o valor da tesouraria líquida for baixa, a empresa enfrentará um aumento de custos de financiamento e até pode dar

¹⁸ Efeitos Endividamento = Passivo MLP/Ativo

¹⁹ Peso = Capitais alheios estáveis /Capitais Alheios curto prazo

lugar a incumprimento dos créditos. Podemos observar que a situação nacional deste setor, nos dois anos em análise é negativa, bem como o mesmo se passa nas empresas do distrito de Braga pois apesar de ter melhorado significativamente a sua tesouraria líquida de 2007 para 2008 em 100.660€, esta permanece, contudo, negativa. A explicação para casos de tesouraria líquida negativa pode estar associada a três tipos de fenómenos não mutuamente exclusivos: por um lado, esta situação pode acontecer se forem realizadas vendas sem se traduzir efetivamente numa entrada em dinheiro; por outro lado, um maior valor nas existências, significa maiores custos de financiamento e enquanto não se realizar a venda dessas existências, não será efetuado um recebimento. Por fim, um aumento na rubrica de fornecedores poderá significar mais crédito, ou seja, um financiamento extra (entre o diferencial recebimentos e pagamentos) para a continuidade da actividade.

Gráfico 7: Tesouraria Líquida²⁰, em euros, para os anos 2007 e 2008



Fonte 7: Próprios

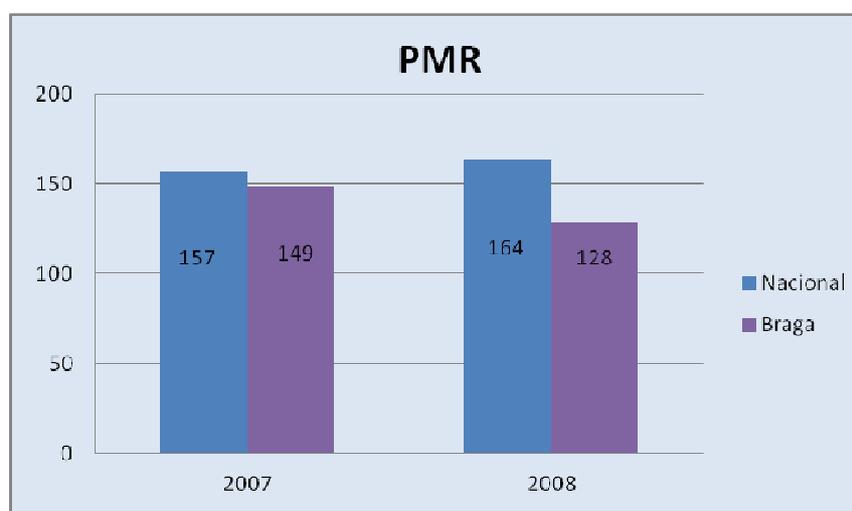
Do ponto de vista dos indicadores de actividade (Prazo Médio de Recebimento, Prazo Médio de Pagamento, Rotação do *Stock* do Inventário e Rotação do Ativo), verifica-se que os prazos de concessão de crédito comercial e de obtenção do mesmo alteraram-se nos anos observados. Através dos dados fornecidos pelo Banco de Portugal sobre a média nacional do setor e comparando-os com as empresas do mesmo setor do distrito de Braga (via SABI), constatamos que o prazo de recebimento diminuiu no distrito de Braga em 2008, enquanto que na média nacional subiu, o que seria bom se os

²⁰ Tesouraria Líquida = FM – Necessidades de Fundo de Maneio

prazos de pagamento desse grupo também aumentassem. Porém, ao observar os prazos de pagamentos, as empresas do distrito de Braga pagam aos seus fornecedores 41 dias antes de receber dos seus clientes ($108-149=-41$) em 2007 e 23 dias antes ($105-128=-23$) em 2008, enquanto que a média nacional tem em 2008, 32 dias ($196-164=32$) de diferencial positivo entre o recebimento e o pagamento ($196-164=32$). Esta situação traz desequilíbrios no funcionamento da actividade operacional das empresas deste sector no distrito de Braga.

Ao observar o período de dois anos, verificamos que o prazo de recebimentos aumentou em 7 dias na média nacional e diminuiu 21 dias no distrito de Braga (facto positivo para o distrito). Quanto ao prazo de pagamentos, a média nacional aumentou em 103 dias: $196-93=103$, (certamente este aumento resultou do facto de este setor necessitar de financiamento e claro fazer face ao aumento do prazo de recebimento, quanto ao distrito de Braga o prazo diminuiu 3 dias (facto negativo para o distrito); em resumo, ao longo de 2008, a verdade é que em Braga as empresas não conseguem financiar-se através do crédito comercial.

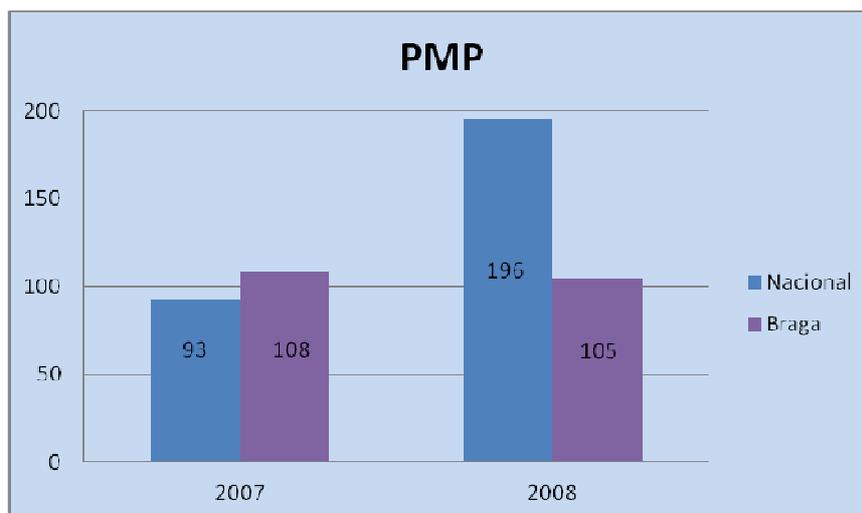
Gráfico 8: Prazo Médio de Recebimento²¹, em dias, anos 2007 e 2008



Fonte 8: Própria

²¹ Prazo médio de Recebimento = $(\text{Clientes} * 365) / (\text{Vendas com IVA})$

Gráfico 9: Prazo Médio de Pagamento²², em dias, para o ano 2007 e 2008



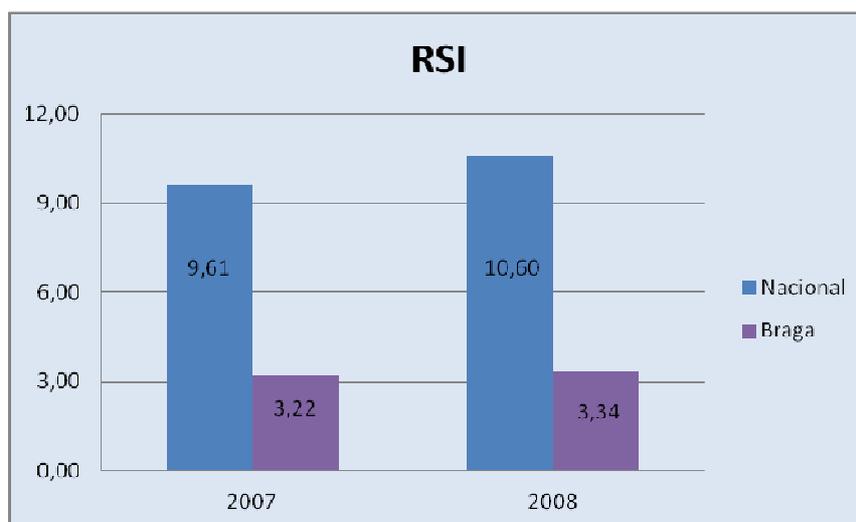
Fonte 9: Própria

Entretanto, no que respeita aos Gráficos 10 e 11 mostram o grau de eficiência com que as empresas gerem os seus inventários²³ e seus ativos. Em ambos os gráficos, tanto para 2007 como para 2008, os níveis de rotação nacional aumentaram enquanto que em Braga praticamente se mantiveram. No distrito de Braga há uma menor rotação de inventários, aproximadamente de 1/3 do valor nacional, isto significa que estas empresas vendem pouco para o valor das existências em *stock*, o que pode significar que as empresas não trabalham com o *stock* mínimo recomendado para a produção que efetuam, originando desta forma uma menor eficiência dos seus inventários. Esta situação cria, nas empresas do distrito de Braga, um investimento excessivo em matérias-primas, maiores custos de armazenamento, bem como a possibilidade de ocorrerem estragos ou até de essas matérias se tornarem obsoletas. A par disto, é também, verificada para as empresas de Braga uma menor eficiência na utilização dos ativos, para os anos 2007 e 2008; na verdade os rácios distritais representam, aproximadamente 2/3 da média nacional, ou seja, há subutilização do imobilizado. Se a utilização de um determinado ativo é subutilizada, as empresas deverão vender/alugar esses bens e subcontratar essa parte do processo de fabrico a outra empresa.

²² Prazo médio de Pagamentos = (Fornecedores * 365) / (Compras IVA)

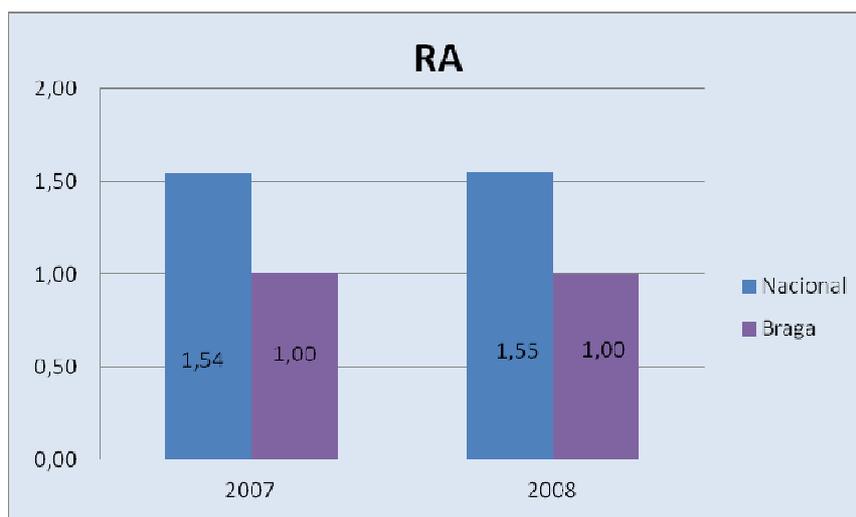
²³ Segundo o parágrafo 8 da NCRF 18, os “inventários (existências) são ativos detidos para venda no decurso ordinário da actividade empresarial; no processo de produção para tal venda; ou Na forma de materiais ou consumíveis a serem aplicados no processo de produção ou na prestação de serviços.”.

Gráfico 10: Rotação do Stock do Inventário²⁴, vezes/ ano em 2007 e 2008



Fonte 10: Própria

Gráfico 11: Rotação do Ativo,²⁵ número de vezes/ano em 2007 e 2008



Fonte 11: Própria

Em suma, grande parte das empresas do distrito de Braga, do CAE 25120, tem pouca liquidez, ou seja, as empresas deste distrito conseguem fazer face às suas responsabilidades de curto prazo através dos seus ativos de curto prazo, mas no seu limite. No que diz respeito aos prazos de recebimento e de pagamento, a nível nacional do setor há uma “folga” de 32 dias para se financiarem através do crédito comercial, mas já em Braga o mesmo não acontece, verificando-se o oposto; estas empresas têm que pagar aos seus credores mesmo antes de receberem dos seus clientes.

²⁴Rotação do *stock* de Inventário = vendas/*stock* médio inventario

²⁵ Rotação do Ativo = Vendas/Ativo

Outro facto que influencia o Fundo de Maneio é a questão das empresas de Braga venderem menos para o valor médio das existências em *stock*, o que pode significar que as empresas trabalham com um *stock* excessivo face ao mínimo necessário para a produção, diminuindo assim a eficiência dos seus inventários. Do mesmo modo, a utilização do imobilizado não está a ser rentável, porque não estão a produzir nas suas máximas capacidades. Quanto aos indicadores financeiros, as empresas deste setor financiam os seus ativos com mais de 50% dos capitais alheios, o que acarreta maiores custos de financiamento (baixa autonomia financeira). No entanto, as empresas de Braga tem mais capacidade que a média das empresas nacionais para pagarem os seus encargos financeiros.

Neste capítulo, tentou-se provar que as empresas do distrito de Braga têm, por um lado, maiores dificuldades em obter financiamento a nível tão elevado quanto a média das empresas nacionais, por outro lado, também não conseguem financiar a sua actividade com o lapso de tempo entre os pagamentos e os recebimentos.

Na globalidade do país, a conjuntura económica vivida durante o ano 2008 não ajudou o setor em análise que está diretamente ligado à construção de edifícios, quer porque as taxas de juro aumentaram quer devido à escassez de obras resultante da crise *subprime* que implica uma enorme oferta no mercado de casas e pouca procura devido à falta de financiamento para as adquirir.

IV. Estudo de Caso

Dado o estudo efetuado anteriormente, entre as empresas com o mesmo CAE para o distrito de Braga e para a média nacional, reparamos que, de facto, as empresas a nível distrital encontram-se numa posição menos favorável em termos financeiros que as empresas na média nacional. Nesta sequência, foi escolhida uma empresa do distrito de Braga (a que chamaremos de ora em diante a empresa A) para exemplificar situação vivida neste distrito.

A escolha desta empresa em concreto resultou do conhecimento pessoal existente com um dos sócios (sócio 4) e permitiu, de forma clara e sem tábuis, a contextualização de uma realidade bem patente no tecido empresarial em Portugal: face ao aperto da concessão de crédito por parte das instituições financeiras, a posição degradada das PME que são fortemente dependentes de financiamento externo agrava-se. Estas, numa situação desesperada, tentam aproveitar a assimetria de informação para camuflarem a real situação económico-financeira na esperança de obter o crédito de que tanto precisam.

Contudo, a história pode acabar mal e este foi um desses casos.

Breve história da organização:

A empresa em análise (Empresa A) foi fundada em **1994**, por três sócios com uma quota de 33% cada, sendo o capital social de 100.500€. A empresa nasce, então, para se dedicar à fabricação e instalação de caixilharias de alumínio, tendo centrado inicialmente a sua área de atuação no distrito de Braga, desenvolvendo trabalhos, quer para particulares, quer para empresas. Foi sempre preocupação da empresa A trabalhar com fornecedores de qualidade, tanto nas matérias-primas como nos serviços que subcontratavam, o que ao permitir uma excelente qualidade dos trabalhos executados, fomentava o alargamento do número de clientes em carteira.

A partir de **1997**, a empresa passa a apostar em trabalhos com um nível de qualidade ainda superior, nomeadamente caixilharias e estruturas com corte térmico (em alumínio e alumínio madeira) e, simultaneamente, começa a trabalhar com uma nova gama de produtos, desta vez em ferro e aço: estruturas, portas de fole, portas basculantes, grades lagarto, portas seccionadas, entre outras.

Saliente-se o facto de, a empresa não só ser responsável pelo fabrico, mas também pela montagem e colocação dos seus produtos, o que permite otimizar o negócio, melhorando a sua eficácia e rentabilidade mas também as necessidades e expectativas dos clientes.

No ano de **2006** é implementada a certificação na empresa, a ISO9001 (Certificação de Sistemas de Gestão da Qualidade), passo importante para atingir ainda uma maior organização e qualidade.

Com a crise instalada em **2008** em Portugal, a aposta da empresa passa por conquistar novos mercados a nível internacional, nomeadamente em Angola,²⁶ uma oportunidade conseguida. A 18 de Novembro 2008, um dos sócios (sócio 1) alienou as suas quotas aos restantes sócios, ficando cada um dos restantes (sócio 2 e 3) com 50% de quota. Este sócio (sócio 1) resolveu alienar a sua quota uma vez que entendeu que não estava a ter nenhum retorno financeiro.

Mais tarde, já em **2009**, a empresa sofre nova reestruturação da estrutura societária e aumento do capital social com a entrada de três novos sócios (Sócios 4, 5 e 6), passando o capital social dos 100.500€ para os 450.000€ (situação explicada mais à frente).

Análise à evolução mais recente

A conjuntura desfavorável vivida em 2008, traduzida pela redução de vendas e dificuldades de acesso ao crédito e desencadeada pela crise do *subprime* dos Estados Unidos da América em 2007, levou a que alguns clientes da empresa entrassem em dificuldades de tesouraria e adiassem, cancelassem ou suspendessem pagamentos provocando uma degradação da tesouraria da empresa, como podemos constatar no Quadro 1. Esta situação originou para a empresa dificuldades, manifestadas em alguns incumprimentos dos seus pagamentos à banca, fornecedores e segurança social. Neste contexto, a empresa tomou medidas para a recuperação dos seus créditos juntos dos seus clientes; assim, observa-se uma diminuição dos prazos médios de recebimento em 14 dias no ano de 2008 (Quadro 1). Esta diminuição do prazo de recebimentos resultou de medidas tomadas pela Empresa A que decorreram da necessidade da empresa em ter dinheiro para financiar o seu ciclo produtivo.

²⁶ Três Clientes

Com as dificuldades vividas, a empresa tomou ainda outras medidas no âmbito financeiro, tais como: (i) a regularização das situações de incumprimento junto da banca, da segurança social e de alguns fornecedores, (ii) a identificação de clientes não pagadores (através de recurso a advogado, tentando a rápida recuperação de créditos em clientes aparentemente perdidos) e executando os não pagadores e inibindo-os de continuarem como clientes; (iii) por outro lado, do ponto de vista estratégico a Empresa A apostou no aumento de atividade no mercado internacional (Angola); de facto, a Empresa A considerava este mercado em forte crescimento na construção e com boas garantias de pagamento numa postura comercial ativa que potenciou o encontro de novos clientes rentáveis. Refira-se ainda, a identificação e concretização de novos contratos junto de novos clientes internacionais, com destaque para a França, Irão, Argélia, Congo e Marrocos.

Com a medida de recuperação das dívidas junto dos clientes, conseguiu-se não só diminuir o valor da rubrica clientes (Quadro 1) como encaixar uma percentagem das verbas da adjudicação de novas obras (40% do valor do orçamento junto dos particulares, embora o mesmo não foi conseguido com as empresas de construção civil). Esta situação de maior rigor nas condições de pagamento exigidas aos seus clientes levou a que o volume de faturação diminuísse (por via da diminuição de crédito concedidos a clientes) mas, no entanto, não evitou completamente as possíveis situações de incumprimento de clientes.

Quanto aos prazos de pagamento (Quadro 1) é notório um aumento dos prazos de pagamento das suas dívidas, no ano 2008, conseguindo um tempo extra de financiamento, em comparação com o ano anterior e fruto de negociação adicionais com os seus credores.

Dito isto, ainda podemos ver (através do Quadro 1) que os prazos de pagamento são inferiores aos prazos de recebimento ao longo dos quatro anos analisados. Ora esta situação traduz-se, para a Empresa A, numa necessidade de recorrer a financiamento externo, para continuar a sua atividade.

Mesmo verificando-se, em 2008, o aumento do Volume de Negócios e a diminuição do montante na rubrica clientes (implementação de novas políticas de conceção de crédito) os resultados líquidos foram negativos ao logo dos anos 2006, 2007 e 2008. Os maus resultados verificados, afetaram negativamente os capitais próprios, transformando-os em negativos em 2008 (falência técnica). Perante este facto, o recurso ao crédito bancário como forma de financiamento da tesouraria tornou-se

praticamente impossível, a partir dessa data. Assim, em finais de 2008, a empresa necessitava urgentemente de um forte reforço de capitais para que os capitais próprios voltassem a ser positivos e pudessem recorrer aos bancos; daí a entrada dos três novos sócios (sócio 4, 5 e 6) em 2009.

Em 2008 há ainda mais um facto negativo a registar: a empresa entra em desequilíbrio financeiro, com o fundo de maneo a atingir o valor negativo de 143.202 € (Quadro 1). Foi o resultado de duas grandes obras feitas nesse ano e que não foram recebidas atempadamente (numa das obras realizadas a empresa devedora entrou em processo de insolvência); desta forma, a Empresa A, sem meios para solver as suas obrigações, ficou a dever aos seus fornecedores, aumentando o valor desta rubrica.

Nota-se ainda que a empresa não estava a ter capacidade para pagar os seus compromissos, uma vez que a solvabilidade total é negativa (em 0,05) em 2008, quando a mesma deveria ser sempre superior à unidade.

A empresa apresenta contudo uma razoável²⁷ liquidez geral até 2007, apesar que ao longo dos anos se tenha verificado uma diminuição do mesmo, ficando em 2008 abaixo da unidade com um valor de 0,71.

Pela análise do Quadro 1, vemos que a empresa apresenta ao longo dos anos, um baixo grau de autonomia financeira, pois os capitais próprios não são suficientes para fazer face às dívidas a médio e longo prazo. Numa reunião de sócios, no início de 2009, foi decidido por unanimidade aumentar os capitais próprios, como forma de melhorar a imagem, sobretudo junto da Banca; assim foi realizado um aumento do capital social da empresa para no mínimo 450.000€ e ainda foi decidida a conversão de suprimentos ou empréstimos de sócios em prestações suplementares para um mínimo de 610.000€. De facto, nota-se em 2008 uma grande dependência de financiamentos pois a autonomia financeira baixou nos últimos anos, de aproximadamente 26% (em 2006) para os negativos 6%.

Após a última reestruturação da estrutura acionista, a 20 de Novembro de 2009, com a entrada de três novos sócios e do aumento do capital social da empresa para os 400.500€, procedeu-se à regularização de situações de incumprimento junto da Banca e dos Fornecedores. Com aumento do capital social e as prestações suplementares era objetivo obter uma autonomia financeira superior a 25%, permitindo assim a candidatura a programas comunitários. Em 2009, a empresa acompanhou muito de perto

²⁷ Vêr livro: Nabais, Carlos; Nabais, Francisco; “Prática Financeira II – Gestão Financeira”, pag. 247

os resultados (elaborando trimestralmente o balanço e demonstração de resultados) para que caso não obtivesse os resultados aceitáveis, procedesse a uma novo aumento de capital; isto seria decisivo para que também pudesse candidatar-se a programas comunitários como o QREN (Quadro de Referência e Estratégica Nacional).

Quadro 1 – Valores da Empresa A para os anos 2006, 2007, 2008 e 2009

Anos	2006	2007	2008	2009
VN (euros)	779.394	1.087.590	1.112.425	827.867
TL (euros)	-161.211	-303.410	-379.669	33.047
PMR (dias)	99	108	94	239
Cientes (euros)	284.988	485.455	199.773	535.722
PMP (dias)	45	40	51	47
FM (euros)	264.025	264.417	-143.202	229.451
LG	1,34	1,08	0,71	1,46
AF (%)	26	22	-6	20
Endividamento (%)	0,46	0,34	0,56	0,38
CP (euros)	358.953	358.328	-168.174	241.063
RL (euros)	-35.832	-625	-191.932	14.945
Solvabilidade²⁸	0,35	0,28	- 0,05	0,25

Fonte: SABI

Em **2008**, como foi atrás referido, um dos três sócios-gerentes (sócio 1) saiu da sociedade e declinou responsabilidades, notificando todos os fornecedores e clientes que a partir daquela data não faria mais parte na gerência da empresa e anunciando que a mesma não teria viabilidade. Este anúncio levou a uma situação de pânico por parte dos fornecedores, que começaram a exigir pagamentos mais céleres dos créditos

²⁸ Solvabilidade = Capitais Próprios / Passivo

concedidos. Por outro lado, este sócio (sócio 1) pediu ao contabilista toda a informação relativa ao ano 2007, e recorreu de forma autónoma, a uma empresa externa para uma avaliação da empresa, de forma a saber o valor da sua quota. Depois da avaliação realizada às contas da empresa²⁹, o sócio 1 entregou aos restantes sócios uma declaração de dívida particular relativa à venda da sua quota no valor de 70.000€; na altura, os restantes sócios concordaram imediatamente, sem pedir outra avaliação, uma vez que era eminente e urgente a entrada de um novo sócio e precisavam da entrada desse dinheiro.

Em 2009, a nível organizacional e devido a problemas já existentes foi necessário pagar e justificar ao Banco de Portugal todos os cheques que foram devolvidos e que criaram inibição aos anteriores gerentes da empresa. Foram ainda conduzidas negociações com toda a Banca (com fim para 2010) e com os fornecedores no sentido de dilatar prazos de pagamentos de situações que se encontravam em incumprimento. Ao longo do ano, foram realizados acordos a médio e longo prazo com fornecedores e Segurança Social, sobre as dívidas vencidas, procurando estabelecer acordo para pagamento em prestações; tudo isto, para que a empresa pudesse cumprir com os mesmos sem prejudicar a sua tesouraria. Foi também alterada a política e crédito face a clientes em atraso para que estes chegassem a acordos ou até à penhora de bens.

Quanto à postura comercial, a empresa apostou no contacto direto com arquitetos no mercado nacional. No mercado internacional a empresa reforçou as exportações para Angola e o alargamento das vendas no mercado europeu e Africano.

Em 2009, o volume de negócios encontra-se distribuído da seguinte forma:

Quadro 2 – Distribuição do volume de negócios, no ano 2009

Angola	112.148 €
África	266.394 €
Portugal	449.325 €

Fonte: Empresa A

Em termos financeiros, há que salientar três aspetos: o reescalonamento da dívida e aumento dos capitais próprios, um maior equilíbrio financeiro nas negociações

²⁹ Que na realidade há sérias dúvidas na sustentação do valor da quota, uma vez que não foi realizado nenhum balanço à data da alienação.

efetuadas, que traduziu em melhores rácios de solvabilidade, e por último, uma maior autonomia pelo aumento de capital próprio.

A partir de 2009, todas as dívidas foram pagas a pronto pagamento, porque não tinham outra forma de pagar, uma vez que estavam inibidos de utilizar cheques; o dinheiro depositado na conta no banco principal era retido pelo próprio banco para pagamento de encargos financeiros vencidos, só restando trabalhar a dinheiro vivo.

Entretanto, as vendas para mercado Angolano deterioraram-se, uma vez que um grande cliente deixou de construir e, conseqüentemente, de encomendar novas obras para a empresa; mantiveram-se, no entanto, dois clientes portugueses em Angola, mais pequenos, a pagarem bem.

No decorrer do ano **2010**, mantiveram-se as políticas de concessão de crédito a clientes e a sua recuperação, iniciada em 2008. Paralelamente, continuou o estudo estratégico de expansão de mercados, nos mercados lusófonos e francófonos, destinados a segmentos média-alta e alta³⁰ (projeto concretizado). Para esta expansão, continuaram os esforços junto da Banca, iniciados no final de 2009; de facto, estavam previstas para Fevereiro de 2010 as seguintes linhas de apoio: 200.000€ de crédito destinado a apoio à exportação, 50.000€ de apoio à Tesouraria e 25.000€ de reforço da linha Caixa Works, tudo isto perfazendo um total de 275.000€ que seriam disponibilizados a partir de Março de 2010. Para que tudo isso acontecesse, no final de Fevereiro de 2010, a empresa entregou à Instituição Bancária em questão, declarações relativas à regularização de pequenos montantes que se encontravam em atraso bem como a certidão de regularização de dívidas às Finanças e à Segurança Social. No entanto, fruto do decorrer da actividade profissional da instituição bancária, o gerente daquele balcão foi transferido iniciando funções, um novo gerente, facto que condicionou o futuro pois acabou por não se realizar a contratualização do crédito previsto. Esta decisão tornou-se catastrófica para a empresa, uma vez que a mesma tinha compromissos com diversos fornecedores e com clientes novos, não podendo depois cumprir atempadamente com a aquisição de materiais; desta forma atrasou-se a produção e conseqüentemente a colocação em obra de novos clientes, causando prejuízos avultados, como a perda de bons clientes em mercados internacionais que deixaram de fazer novas encomendas.

A não concessão desse crédito abalou ainda mais a imagem da empresa junto dos seus credores, uma vez que foram passados diversos cheques pré-datados a fornecedores

³⁰ Estes projetos foram realizados.

(com datas a partir de final de Abril de 2010) os quais foram devolvidos (embora posteriormente justificados com os respetivos pagamentos a fornecedores), não evitando contudo a inibição da empresa no uso de cheques durante vários meses.

Perante esta situação, a empresa tentou ainda a contratualização de linhas de apoio junto de outras instituições Bancárias (aproximadamente dez instituições). Contudo, nenhum outro banco esteve interessado em analisar qualquer proposta de crédito, devido às situações de mora reportadas ao Banco de Portugal, a inibição de cheques em vigor e ainda com a entrada em Tribunal de alguns processos de fornecedores. Iniciou-se uma derradeira tentativa de financiamento junto de uma Instituição Financeira ligada à Banca Espanhola, tentando obter um financiamento de 1.000.000€, dando como garantia um pavilhão com um valor patrimonial de 1.200.000€, o que acabou por não se concretizar.

Foram ainda conduzidas negociações com toda a Banca e com todos os fornecedores no sentido de dilatar prazos de pagamento de situações que se encontravam em incumprimento, tendo sido reestruturado o crédito com dois bancos; no início de 2010, foi cumprido o plano prestacional por vários meses ao longo do ano de 2010, ficando em incumprimento nos últimos meses desse mesmo ano. Com o banco inicialmente previsto para o crédito, foram sendo pagas diversas prestações do crédito existente, o novo gerente, foi reduzindo gradualmente a linha de apoio Caixa Works, amortizando mensalmente parte do capital em dívida (inicialmente de 50.000 €), sem ordem da empresa, colocando a descoberto a sua conta à ordem.

Face ao exposto, a situação financeira da empresa foi-se degradando ao longo do ano de 2010, com destaque para os últimos meses do ano, em que devido a fortes apertos de tesouraria, a empresa começou a não ter capacidade para pagar a tempo e horas aos seus fornecedores, a atrasar pagamentos de salários, de impostos e de juros à Banca.

Os dois clientes que restavam em Angola deixaram de realizar encomendas pelo facto da empresa não ter Fundo de Maneio para adquirir material para iniciar o fabrico da encomenda, que acabava por atrasar os prazos de entrega, prejudicando o cliente em questão.

A situação agravou-se fortemente nos primeiros meses do ano de **2011**, tendo diversos fornecedores avançado com processos de execução em Tribunal e penhoras de bens. Todos os funcionários da empresa rescindiram contratos por salários em atraso,

precipitando a insolvência, pois não havia recursos humanos para concluir o ciclo produtivo.

A empresa entrou em processo de insolvência em Setembro de 2011 estando nomeada uma gestora de insolvência, que encerrou a Empresa A em Janeiro de 2012 (em audiência no tribunal); justificado em primeiro lugar, que não há qualquer tipo de reestruturação a ser feita, dada a conjuntura económica, em segundo lugar, a saída do sócio que encaminhou a empresa para uma situação difícil, uma vez que comunicou aos fornecedores que não faria mais parte da Empresa A e que a mesma não tinha viabilidade económica, o que levou os fornecedores a pressionarem a empresa para pagarem os créditos concedidos e em terceiro lugar, o facto de os funcionários rescindirem os contratos por falta de pagamento.

Decretada a insolvência da empresa, seguem-se os trâmites normais deste processo: Primeiro o pagamento dos salários em atraso, o pagamento à segurança social, seguido dos bancos e, por fim, os fornecedores.

Em resumo, depois de toda a história contada, houve duas situações que originaram esta situação. A primeira situação foi a saída do sócio 1, em 2008, ao notificar todos os fornecedores de que iria deixar de fazer parte da empresa e que a mesma não tinha viabilidade económica. Os fornecedores “correram” de imediato para a empresa reclamando os seus créditos. Ora a empresa como muitas outras empresas não tem liquidez para fazer face a um conjunto de dívidas a serem pagas de imediato, provocando uma rutura na tesouraria. A segunda situação acontece quando se contraem novas dívidas em nome de um crédito quase aprovado mas que não chega a ser efetuado. Uma vez que necessitava de financiamento para solver os compromissos assegurados e assim recuperar as condições de obtenção de crédito pelos fornecedores, a empresa deixou de ter capacidade para adquirir material.

No entanto, deve dizer-se que todos os sócios acreditaram sempre num futuro melhor para a empresa e lutaram de todas as formas possíveis para conseguir resolver bem a situação, desde a obtenção/reestruturação de créditos e as parcerias realizadas cá em Portugal e não só, também a entrada em mercados externos, como a França e o continente Africano.

Assim, comparando os rácios apresentados no Capítulo anterior com os da Empresa A, podemos observar através do Quadro 3, que a liquidez geral na Empresa A não só é inferior à média distrital como diminuiu ao ponto de ser inferior a 100%

(2008); isto significa que não consegue utilizar os seus ativos de curto prazo para fazer face às dívidas de curto prazo, gerando-se desse modo um FM negativo.

No que diz que respeito à autonomia financeira, a situação é semelhante à média distrital, para o ano 2007, no entanto, para o ano 2008 a Empresa A encontra-se numa situação muito desfavorável (-6), uma vez que não consegue financiar os seus ativos com os capitais próprios como ainda precisa de recorrer aos capitais alheios para o fazer.

A empresa A recebe dos seus clientes mais cedo que a média das empresas do distrito de Braga, porém paga também mais cedo que a média distrital.

A empresa A paga aos seus fornecedores antes de receber dos seus clientes 68 dias em 2007 e 41 dias em 2008, a mesma situação está presente observando a média das empresas do distrito, porém a dimensão destes prazos é inferior à observada na Empresa A.

Por fim, observando a tesouraria líquida, podemos constatar que esta é negativa, situação presente na média das empresas distrital. O que acontece na Empresa A é que a situação é muito pior. Enquanto que a média destas empresas em Braga conseguem melhorar a sua tesouraria o mesmo não acontece com a Empresa A que de 2007 para 2008 piorou a sua tesouraria.

É fácil de perceber que apesar de seguir os padrões da média para o distrito de Braga a situação da Empresa A é bem pior. Em primeiro lugar, a Empresa A não consegue financiamento através do “crédito comercial” ou seja dos prazos de recebimento e de pagamento; em segundo lugar não tem autonomia financeira pelo que não consegue financiar-se com capitais próprios e como não os tem, é obrigada a recorrer a empréstimos de curto prazo, a custos mais elevados, dada a situação de risco da empresa.

Contudo, para obter tais financiamentos a empresa, de forma deliberada³¹, assumiu “ocultar” à Banca informação negativa, ao longo dos recorrentes empréstimos a curto prazo obtidos. Esta ideia foi claramente assumida pelo sócio 4 numa entrevista realizada³². Trata-se claramente de um caso de assimetria de informação,

³¹ Iniciativa dos Sócios.

³² No Anexo A apresentam-se as perguntas formuladas ao sócio 4; tentou-se ainda perceber com mais detalhe que tipo de contas teriam sido alteradas deliberadamente para obter uma imagem mais positiva da empresa mas tal não foi possível.

nomeadamente de seleção adversa de forma a conseguir os empréstimos em maior valor e com menores custos para financiar a sua actividade económica.

A relação com o Técnico Oficial de Contas (TOC) era restrita aos lançamentos contabilísticos, não se pronunciando sobre qualquer assunto inerente à empresa. Era muitas vezes necessário chamar a atenção para os prazos de pagamento fiscais, como o IVA, a Segurança Social e o IRC.

Quadro 3 – Rácios de Braga e da Empresa A para os anos 2007 e 2008

Rubricas	Braga		Empresa A	
	2007	2008	2007	2008
Liquidez Geral (%)	124	128	108	71
Liquidez Reduzida (%)	85	55	73	57
Autonomia Financeira (%)	25,29	22,48	22	-6
CJ	3,32	2,71	1,44	-0,3
Efeito Endividamento	0,15	0,19	0,34	0,56
Estrutura do Passivo	0,24	0,32	0,76	1,11
Tesouraria Líquida (€)	-101.417	-757	-303.410	-379.669
PMR (dias)	149	128	108	94
PMP (dias)	108	105	40	51
RSI (n.º vezes)	3,22	3,34	4,72	6,87
RA (n.º vezes)	1	1	0,66	2,11

Fonte: Própria

V. Conclusão

A presente dissertação teve como objetivo principal contribuir para a análise da importância que apresentam as necessidades de financiamento típicas das PME e que são fruto da respetiva actividade operacional; adicionalmente foi também propósito deste trabalho avaliar a prática pelas PME de alguns mecanismos de informação assimétrica usados para obtenção de financiamento junto da Banca e das consequências dessa prática em diferentes horizontes temporais.

Esta análise foi desenvolvida para o setor “Fabricação de portas e elementos similares em metal”, em particular para os anos 2007 e 2008. A escolha deste setor resultou da possibilidade de entrevistar, sem constrangimentos, um sócio de uma empresa do setor e usar a entrevista como meio principal de avaliação de práticas de assimetria de informação.

Metodologicamente, começou-se pelo estudo comparativo entre todas as empresas do setor e as que tinham sede no distrito de Braga; posteriormente apresenta-se um estudo de caso, alicerçando numa entrevista a sócio de empresa.

Esta investigação permitiu reforçar a ideia de que, em geral as PME fazem uma gestão muito de curto prazo no financiamento das empresas e por isso apresentam níveis elevados de dependência de Instituições Financeiras para obtenção do mesmo. Adicionalmente, apresenta-se um caso real de assimetria de informação como meio assumido para, numa ótica de curto prazo, obter financiamentos embora tal prática revele consequências gravosas num horizonte temporal mais alargado.

O presente estudo assume várias lacunas e condicionantes; por um lado, não foi possível obter dados contabilísticos sobre a Empresa A no período de 1995 a 2006; por outro lado, seria interessante conhecer com mais detalhes o alcance de assimetria de informação que esta empresa usou, para desta forma perceber o contributo que esta prática representou na evolução da organização. Contudo, apesar de alguma abertura o sócio entrevistado para reconhecer essa prática, ele próprio parece genuinamente desconhecer como e em que contas foi praticada essa “manipulação contabilística”.

Durante o ciclo económico em que o país se encontra, a oferta de fontes de financiamento torna-se cada vez mais escassa para as PME. O facto de muitos empresários gerirem as suas empresas junto com o seu património, leva a que estes

empresários declarem falência como pessoa. A esperança de que melhores dias viram, leva muitos empresários a adiar uma realidade certa.

O certo é que cada empresa é única e igual a si mesma, e para tal há que ter em consideração a duração do ciclo de exploração, a sua natureza, o grau de maturidade, os prazos médios de recebimento e de pagamento, os preços do factores de produção bem como a possibilidade de ocorrência de situações anormais.

No estudo realizado foi provado que as empresas do distrito de Braga encontram-se numa posição desfavorável face às restantes do país. Estas desvantagens compreendem, em primeiro lugar a falta de liquidez das empresas de Braga face à média das empresas nacionais; em segundo lugar, estas empresas não conseguem financiar-se através da atividade comercial normal como as restantes empresas nacionais. Em terceiro lugar, as empresas do distrito de Braga tem pouco autonomia financeira e, conseqüentemente, maiores encargos financeiros fruto dos capitais alheios, sobretudo a curto prazo, uma vez que estas tem dificuldade em obter financiamento a médio e longo prazo.

Quanto à Empresa A, fica a dúvida sobre qual a quota-parte que a deturpação de dados económico-financeiros, usados para obtenção de crédito junto da Banca, teve para o desfecho final desta empresa.

Referências Bibliográficas

Banco de Portugal (2008), Manual de Análise, Central de Balanços do Banco de Portugal, Lisboa.

Blinder, A. S.; Maccini, L. J. (1991), “The resurgence of inventory research: what have we learned?”, *Journal of Economic Surveys*, Vol.5, pp. 291-328.

Bonfim, D.; Dai, Q.; Franco, F. (2008), “The number of bank relationships and the cost of borrowing. An empirical study”, in Soares, O., Pina, J. e Catalão-Lopes, M. (eds), *New Developments in Financial Modelling*, Cambridge Scholars Publishing.

Brealey, R.; Myers, S.; Allen, F. (2007), *Princípios de Finanças Empresariais*, 8ªEd., Lisboa, McGraw-Hill.

Cohen, E. (1996), *Análise Financeira*, Editorial Presença.

Chiou, J. R.; Cheng, L.; Wu, H. W. (2006), “The determinants of working capital management”, *Journal of American Academy of Business*, Vol. 10, pp. 149-155.

Czyzewski, A.; Hicks, D. (1992), “Hold Onto Your Cash”, *Management Accounting*, Vol.73, pp. 27-30.

Deloof, M. (2003), “Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, pp. 573-587.

Deloof, M.; Jeger, M. (1996), “Trade Credit, Product Quality, and Intragroup Trade: Some European Evidence”, *Financial Management*, Vol. 25, N.3, pp. 945-968.

Diamond, D. (1984), “Financial intermediation and delegated monitoring”, *Review of Economic Studies*, Vol. 51, pp. 393-414.

Farinha, L.; Santos, J. A. C. (2002), “Switching from single to multiple bank lending relationships: Determinants and implications”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol.11, pp.124-151.

Fazzari, S.; Petersen, B. (1993), “Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints”, *The Rand Journal of Economics*, Vol. 24, N.3, pp. 328-342.

Garcia-Turuel, P.J.; Martinez-Solano, P. (2007), “Effects of working Capital Management on SME profitability”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol 3, N.2, pp.164-177.

Grablowsky, B. J. (1984), “Financial Management of Inventory”, *Journal of Small Business Management*, July, pp. 59-65.

Hager, H. (1976), “Cash Management and the Cash Cycle”, *Management Accounting*, Vol.57, pp. 19-21.

INE: Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas 2008.

Jose, M.; Lancaster, C.; Stevens, J. (1996), “Corporate Returns and Cash Conversion Cycles”, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 20, N.1, pp.33-46.

Laughlin, R.C. (1980) "External Financial Control Systems: Theory and Application", *Managerial Finance*, Vol. 6, N. 1, pp.32 – 51.

Long, M.; Malitz, I.; Ravid, S. (1993), “Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability”, *Financial Management*, Vol. 22, N.4, pp. 117-127.

Menezes, H. C. (2003), *Princípios de Gestão Financeira*, Coleção Fundamento, Editorial Presença, Lisboa.

Nabais, C.; Nabais, F. (2005), “Prática Financeira II – Gestão Financeira”, *Lidel – edições técnicas, lda*.

Ng, C.; Smith, J.; Smith, R. (1999), “Evidence on the Determinants of Credit terms used in interfirm trade”, *The Journal of Finance*, Vol 54, pp. 1109-29.

Peel, M.J.; Wilson, N. (1996), “Working Capital and financial Management Practices in the Small Firms Sector”, *International Small Business Journal*, Vol. 14 N.2, July-March, pp. 52-68.

Pires, A.M.M. (2006), “Fundo de Maneio: Importância enquanto variável a considerar para a determinação do valor da empresa”, *Revista CTOC*. Lisboa. N.77 Agosto.

Petersen, M.; Rajan, R. (1997), “Trade Credit: Theories and Evidence”, *The Review of Financial Studies Fall*, Vol. 10, N. 3, pp. 661–691.

Recomendação 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003 da Comissão Europeia.

Silva, F.; Carreira, C. (2010), “Measuring firms’ financial constraints: Evidence for Portugal through different approaches”, *GEMF Working papers 2010-15* Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra.

Shin, H.; Soenen, L. (1998), “Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability”, *Financial Practice and Education*, Fall/Winter, pp. 37-45.

Smith, K. (1980), “Profitability versus liquidity tradeoffs in working capital management”, in Smith, K. (Ed.), *Readings on The Management of Working Capital*, West Publishing Company, St.Paul, MN, pp. 549-62.

Valadas, J (2005), “O impacto do ciclo de exploração na rentabilidade das empresas portuguesas – Um estudo empírico”, *Universidade Técnica de Lisboa*, Instituto Superior de Economia e Gestão.

Wang, Y. (2002), “Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 12, pp. 159-169.

Whited, T. (1992), "Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data", *The Journal of Finance*, Vol.47, pp. 1425-1460.

Anexos

Anexo A – Inquérito ao Sócio 4

- 1) Quando entrou para a Empresa A?
- 2) Como surgiu a possibilidade de se tornar sócio?
- 3) Como encontrou a empresa do ponto de vista económico-financeiro?
- 4) Como se encontravam as relações com a Banca?
- 5) Dadas as dificuldades de financiamento existentes de que meios se serviu a empresa para minimizar o problema?
- 6) O assumir pela adoção de contas não transparentes foi unânime entre os sócios?
- 7) Como era feita a gestão financeira da empresa?
- 8) Quais as medidas adotadas para sair da “crise”?
- 9) Olhando para trás, qual acha que foi o pior erro de gestão?
- 10) Qual era a relação com o TOC da empresa?

Anexo B – Dados do Banco de Portugal

Rubricas	2007	2008
LG (%)	175,13	189,75
LR (%)	123,24	135,38
AF (%)	35,25	37,54
PMR (dias)	157	164
PMP (dias)	93	196
RSI (n.º vezes)	9,61	10,60
RA (n.º vezes)	1,54	1,55
Efeito Endividamento	0,13	0,12
CJ	2,27	2,07
Estrutura do Passivo	0,50	0,50
TL (euros)	130.668	140.817

Anexo C – Definições

Ativo – É um recurso:

- a) Controlado por uma entidade como resultado de acontecimentos passados; e
- b) Do qual se espera que fluam benefícios económicos para entidade.

Ativo corrente ou circulante ou curto prazo – É um ativo qualquer dos seguintes critérios:

- a) Se espera que seja realizado, ou se pretende que seja vendido ou consumido, do decurso normal do ciclo operacional da entidade;
- b) Esteja detido essencialmente para finalidade de ser negociado;
- c) Se espere que seja realizado num período de doze meses após a data de balanço; ou
- d) Seja caixa ou um ativo equivalente de caixa a menos que lhe seja limitada a troca ou o uso para liquidar um passivo pelo menos doze meses após a data do balanço.

Ativo fixo - Ativo com carácter duradouro ou de permanência numa empresa. O ativo fixo é composto pelas imobilizações corpóreas, imobilizações incorpóreas e imobilizações financeiras da sociedade

Alavancagem - Variações sobre a rendibilidade dos capitais próprios como consequência de distintas composições da estrutura financeira de uma empresa (capitais próprios e capitais alheios), de tal modo que se procure obter a relação ótima entre estas duas rubricas. Por exemplo, existe alavancagem financeira sempre que o rendimento de um capital é superior ao custo para o obter, isto é, quando o rendimento dos capitais próprios cresce com o aumento do endividamento.

Análise financeira - Consiste no exame do Balanço e da Demonstração de Resultados de uma empresa, submetendo-os aos estudos mais críticos no sentido de avaliar a situação exata da empresa, no campo financeiro, isto é, analisando a sua tesouraria, situação de devedores e credores, financiamento do seu imobilizado, os custos e proveitos, etc.

Caixa – Compreende o dinheiro e depósitos à ordem.

Capital Permanente - Constituído pela soma do passivo de médio e longo prazo com os capitais próprios de uma empresa, incluindo as ações preferenciais.

Custo de Capital - Taxa de rentabilidade que se obteria num investimento alternativo de risco equivalente. Pode ser calculado através da média ponderada dos custos da dívida (passivo) e dos capitais próprios.

Custo de juros – É o aumento durante um período no valor presente de uma obrigação de benefícios definidos que surge porque os benefícios estão um ano mais próximo da liquidação.

Efeito de alavancagem - Efeito que se produz enquanto o custo do capital é inferior à rentabilidade dos capitais próprios de uma empresa. Esse efeito persistirá enquanto se conseguir aumentar a rentabilidade dos capitais próprios pelo incremento do endividamento da empresa (capitais alheios).

Fluxos de caixa – São influxos (recebimentos, entradas) e efluxos (pagamentos, saídas) de caixa e equivalentes.

Fundo de maneio - Diferença entre os ativos circulantes e o passivo de curto prazo de uma empresa.

Inventários – São ativos:

- a) Detidos para venda no decurso ordinário da actividade empresarial;
- b) No processo de produção para tal venda; ou
- c) Na forma de materiais ou consumíveis a serem aplicados no processo de produção ou na prestação de serviços.

Mercado de capitais - Mercado financeiro de títulos de médio e longo prazo.

Passivo – É uma obrigação presente da entidade proveniente de acontecimentos passados, cuja liquidação se espera que resulte num exfluxo de recursos da entidade que incorporem benefícios económicos.

Passivo a médio e longo prazo - Dívidas contraídas por uma empresa que se vencem por prazos superiores a um ano.

Passivo de curto prazo ou corrente ou circulante - Também designado de Passivo Circulante. Representa todas as dívidas que, em princípio, devem ser reembolsadas num prazo máximo de um ano.

Rácio de liquidez geral - É uma medida de liquidez e obtém-se pela divisão do ativo circulante de uma empresa pelo passivo circulante da mesma.

Rácio de liquidez reduzida - É uma medida de liquidez e obtém-se dividindo o ativo circulante subtraído pelas existências de uma empresa, pelo passivo circulante da mesma.

Resultados operacionais - É a diferença entre os lucros e os prejuízos relativos à actividade principal da empresa. Do lado das receitas, os mais relevantes são as vendas e prestações de serviços e outros proveitos operacionais. Do lado das despesas, destacam-se os custos das vendas e prestações de serviços, os custos de distribuição e administrativos e, ainda, as amortizações e provisões relativas aos bens afetos à actividade normal da instituição.