



O CAPITAL DE RISCO NA RECUPERAÇÃO E REESTRUTURAÇÃO DE
EMPRESAS-
O Turnaround

Ana Catarina Caria Alcobia

Projeto de Mestrado
em Gestão

Orientador(a):

Professora Doutora Ana Morais, ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Abril 2012

-Lombada-

Aos meus pais.

AGRADECIMENTOS

A realização da presente dissertação só foi possível graças ao contributo e apoio de algumas pessoas, pelo que quero deixar expressos os meus mais sinceros agradecimentos a todos aqueles que me apoiaram, incentivaram e partilharam comigo esta experiência.

Em primeiro lugar, um agradecimento especial aos meus pais, que me concederam a oportunidade de perseguir os meus objetivos e que apostaram na minha educação. Ao meu pai, pelos sábios conselhos, pelas devidas repreensões e pelo exemplo como pessoa. À minha mãe pela incansável paciência, pelo constante incentivo e pelo carinho sem o qual teria sido impossível percorrer este caminho. A ambos muito obrigada por serem as minhas principais referências, todos os dias, na minha vida.

Um especial agradecimento a toda a equipa da BME Capital pela oportunidade que me concedeu de realizar o estudo empírico da presente dissertação. E ainda pela constante disponibilidade, pelo apoio, e pela confiança depositada, o meu sincero e reconhecido obrigada.

O meu agradecimento, à Administração da WOD e ainda aos restantes colaboradores, pela oportunidade, pela disponibilidade e pelos conhecimentos transmitidos.

À Professora Doutora Ana Morais, orientadora da presente dissertação, pelo profissionalismo e disponibilidade, muito obrigada.

À minha madrinha, pelo apoio e conhecimentos transmitidos. Ao meu irmão e cunhada pela constante preocupação. Às minhas sobrinhas por me ajudarem a espairecer nas tardes em que mais precisava. E ainda à minha gata pela eterna companhia! Muito obrigada!

Aos ISCTE e ISEG, pela referência enquanto instituições de ensino e a todos os professores com quem tive a oportunidade de aprender, pela referência enquanto profissionais.

Aos meus Amigos, que se preocuparam, que me aturaram e incentivaram e que compreenderam as minhas ausências.

E sobretudo a mim, pela força de vontade, paciência e perseverança. Obrigada!!

SUMÁRIO

O tecido empresarial português é maioritariamente composto por Pequenas e Médias Empresas. Este tipo de empresas tem vindo a ser severamente afectado pela crise económico-financeira mundial e pela situação particularmente difícil que Portugal atravessa. A atual conjuntura tornou crescente a dificuldade sentida por estas empresas no acesso ao crédito bancário. Neste contexto o Capital de Risco, através do investimento em *Turnaround* – natureza de investimento de Capital de Risco direccionado para empresas em dificuldades – surge como uma alternativa muito interessante.

Com a presente dissertação, pretende-se discutir a evolução dos montantes investidos em *Turnaround* nos últimos anos em Portugal e ainda as particularidades e vantagens da intervenção do Capital de Risco em empresas que atravessem dificuldades. Assim estudou-se a situação da MFE, empresa produtora de Platex, que enfrentou um processo de insolvência e que contou com a intervenção Capital de Risco para desenvolver um projeto de reestruturação operacional e financeira. Com o Estudo Empírico pretende-se analisar as principais operações de reestruturação implementadas pela Sociedade Gestora de Capital de Risco, BME Capital e o consequente reflexo contabilístico. Realiza-se também uma análise económico financeira da empresa, antes e na sequência da intervenção do Capital de Risco.

Pretende-se com este estudo estabelecer um paralelismo entre a abordagem teórica ao tema da do Capital de Risco na reestruturação e recuperação de empresas, ou seja o *Turnaround*, e um caso prático de uma empresa na qual existiu este tipo de intervenção. Tenta-se assim validar algumas das premissas presentes na literatura, aplicadas no caso concreto da MFE.

Palavras Chave: Capital de Risco, Reestruturação e Recuperação de Empresas, *Turnaround*, e Sociedade de Capital de Risco.

Classificação JEL: G24 - Investment Banking; Venture Capital; Brokerage; Ratings and Ratings Agencies, M41 – Accounting.

ABSTRACT

The Portuguese business community is largely made up of small and medium enterprises. Small businesses have been severely affected by the global financial and economic crises, mostly in Portugal.

The current situation has become increasingly difficult in these companies because of access to bank credit. In this context Private Equity, through investment in Turnaround – a type of Private Equity directed to companies in trouble – has emerged as a very interesting alternative.

In this thesis, I intend to discuss the evolution of the amounts invested in Turnaround in recent years in Portugal and also the features and advantages of the intervention of Private Equity in companies that require it, like companies that are crossing difficulties. I studied the situation of MFE, a Platex producer company that faced insolvency proceedings and had the intervention of Private Equity to develop a project of operational and financial restructuring. With this empirical study I intend to analyse the major restructuring operations implemented by BME Capital. An economic analysis of the economical and financial situation of the company is also carried out, before and after the intervention of Private Equity.

The aim of this study is to draw a parallel between the theoretical approach to the issue of Turnaround, and a practical case of a company in which there is this kind of intervention.

SUMÁRIO EXECUTIVO

Com a presente dissertação pretende-se dar a conhecer o tema do Capital de Risco, mais especificamente o tipo de intervenção e a importância que pode ter na reestruturação e recuperação de empresas em dificuldades – natureza de Capital de Risco conhecida por *Turnaround*.

O tipo de investimento em Capital de Risco difere consoante o objetivo da intervenção e o estado do ciclo de vida que a empresa ou projeto se encontram. Em Portugal, os principais tipos de investimento são o Capital de Expansão, o Capital de Substituição, o *Start-up*, o *Management Buy-out* e o *Turnaround*. Considera-se pertinente estudar o *Turnaround* por este ser o tipo de investimento que mais cresceu em Portugal desde 2007. De acordo com o Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco, em 2008 o *Turnaround* representava apenas 1% do montante total investido, passando em 2010 a representar cerca de 8% do total investido nesse mesmo ano. Este aumento atribui-se à difícil conjuntura económica que Portugal tem vindo a atravessar nos últimos anos, que levou não só a uma situação de contração da procura pelos produtos e serviços das empresas nacionais mas também a um aumento das dificuldades de acesso ao crédito bancário e consequentes situações de ruptura nas Pequenas e Médias Empresas.

Após definir a pertinência e a importância da presente dissertação, considera-se essencial dar a conhecer as principais características da indústria do Capital de Risco em Portugal e qual a evolução da mesma. Assim, para além de apresentadas as principais definições de Capital de Risco, estuda-se também a evolução desta indústria em Portugal.

Posteriormente, apresentam-se e definem-se os diversos tipos de investimento em Capital de Risco, e analisa-se a evolução dos montantes investidos nas diversas naturezas de investimento, de 2007 a 2010. É dada especial atenção ao tipo de investimento conhecido por *Turnaround*, que serve de tema à presente dissertação.

Ao tratar o tema do Capital de Risco em Portugal, é importante dar a conhecer os tipos de Operadores de Capital de Risco a atuar no nosso país, ou seja, as entidades que estão legalmente habilitadas a investir nesta indústria. Nesse sentido, definem-se os conceitos de Investidor de Capital de Risco e de Sociedade de Capital de Risco. As Sociedades de Capital de Risco, para além de investirem através dos seus capitais, estão também aptas a gerir Fundos de Capital de Risco e, assim, é também dado a conhecer este conceito. O investimento

através de Fundos de Capital de Risco representou em 2010 cerca de 68% do montante gerido pelas SCR.

Depois de enquadrar o tema do Capital de Risco, pretende-se aprofundar os conceitos de *Turnaround* e de reestruturação e recuperação de empresas em dificuldades. Nesse sentido, apresenta-se resumidamente o conceito de empresa em dificuldades e são dadas a conhecer as principais causas que conduzem as empresas a este tipo de situações de crise aguda, que culminam muitas vezes em processos de insolvência.

Para terminar a abordagem teórica ao tema da dissertação, definem-se as condições base das quais depende o sucesso da intervenção do *Turnaround* numa empresa. Estas condições base articulam-se, por sua vez, em três vetores essenciais: a Competitividade da empresa, as características dos Promotores e a Intervenção da SCR.

A presente dissertação conta também com uma abordagem prática ao tema do Capital de Risco e, nesse sentido, é realizado um estudo empírico à empresa MFE. A MFE é uma empresa que produz e comercializa Platex e que atravessou em 2009/2010 um processo no insolvência que contou com a intervenção de uma Sociedade Gestora de Capital de Risco: a BME Capital. Esta sociedade, através do seu Fundo de Recuperação de empresas, auxiliou e reestruturou a empresa, criando condições para que a MFE recuperasse de um processo de insolvência e retomasse a sua normal atividade com perspetivas de sucesso.

Num primeiro momento, é dada a conhecer a MFE. Esta empresa, para além de produzir e comercializar Platex, presta também serviços de corte e pintura deste material. O estudo da empresa antes da situação de insolvência é realizado no período temporal de 2006 a 2008, período ao longo do qual se percebe que a procura pelos produtos da MFE diminuiu significativamente e que os custos da empresa evoluíram no sentido inverso. Estes indicadores faziam prever uma situação de dificuldade para a empresa.

Para estudar a evolução da situação financeira da empresa é utilizada a Técnica dos Rácios Analíticos. Para além da análise da situação financeira da empresa, são também dadas a conhecer as principais operações de reestruturação financeira da MFE, nas quais interveio a SCR. Explica-se o seu reflexo contabilístico e o consequente impacto no Ativo e Passivo da empresa. A BME Capital auxiliou a MFE não só na sua reestruturação financeira mas também na necessária reestruturação operacional. Com esta reestruturação, a empresa procurou adaptar a produção da empresa aos níveis de procura mais recentes do mercado- encerrando

uma das linhas de produção da empresa -, melhorar os seus sistemas de controle de qualidade e, ainda, desenhar um sistema de custeio eficaz.

Para compreender a evolução da situação financeira da empresa estuda-se a evolução dos Resultados da empresa e dos rácios analíticos de 2006 a 2010. Com este estudo, percebe-se que após a intervenção do Capital de Risco a maioria dos rácios evoluiu favoravelmente. Salienta-se ainda o facto de que para além da intervenção a nível financeiro, o Capital de Risco funcionou para a MFE como um parceiro de gestão, no auxílio às diversas negociações com entidades bancárias e fornecedores, na credibilização da empresa e no apoio a uma reestruturação operacional sustentada.

LISTA DE SIGLAS

APCRI	Associação Portuguesa de Capital de Risco
<i>BIMBO</i>	<i>Buy-in management buy-out</i>
CEE	Comunidade Económica Europeia
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CMVMC	Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas
CR	Capital de Risco
DFC	Demonstração de Fluxos de Caixa
DR	Demonstração de Resultados
<i>EVCA</i>	<i>European Private Equity and Venture Capital Association</i>
FCR	Fundo de Capital de Risco
FIEAE	Fundo Imobiliário Especial de Apoio às Empresas
FIQ	Fundos para Investidores Qualificados
FNABA	Federação Nacional de Associações de <i>Business Angels</i>
GAF	Grau de Alavanca Financeira
IAPMEI	Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação
ICR	Investidores de Capital de Risco
<i>MBI</i>	<i>Management buy-in</i>
MBO	<i>Management buy-out</i>
NCRF	Norma Contabilística e de Relato Financeiro
OCR	Operadores de Capital de Risco
PME	Pequena e Média Empresa
PMP	Prazo Médio de Pagamento
POC	Plano Oficial de Contabilidade
RADJI	Resultado Antes de Depreciações Juros e Impostos

RAI	Resultado Antes de Impostos
RCP	Rentabilidade do Capital Próprio
RL	Resultado Líquido
RO	Resultado Operacional
SCR	Sociedade de Capital de Risco
SNC	Sistema de Normalização Contabilística

ÍNDICE GERAL

1	Introdução.....	18
1.1	Nota Introdutória.....	18
1.2	Objetivos e Estrutura.....	20
2	Enquadramento e Revisão de Literatura.....	25
2.1	O Conceito de Capital de Risco	25
2.2	O Capital de Risco em Portugal.....	27
2.3	Os Tipos de Investimento em Capital de Risco	30
2.4	O <i>Turnaround</i> em Portugal	32
2.5	Os Operadores de Capital de Risco.....	35
2.5.1	Investidores de Capital de Risco.....	35
2.5.2	Sociedades de Capital de Risco	36
2.6	O Capital de Risco na Reestruturação de Empresas	38
2.6.1	As Principais Causas de Dificuldades	38
2.6.2	As Fases de Dificuldades.....	39
2.6.3	A Intervenção do CR na Reestruturação e Recuperação de Empresas.....	41
3	Estudo Empírico.....	45
3.1	A Recolha de Informação e a Metodologia de Análise da Informação	45
3.2	A Análise Qualitativa da MFE.....	48
3.2.1	Apresentação da Empresa.....	48
3.2.2	O Processo de Insolvência	49
3.3	Análise Económico-Financeira de 2006 a 2008	52
3.3.1	Dados Gerais.....	52
3.3.2	Análise de Rácios	54
3.3.2.1	Rácios de Endividamento e Estrutura	54
3.3.2.2	Rácios de Liquidez e Risco	56
3.3.2.3	Rácios de Funcionamento	57
3.3.2.4	Rácios de Rendibilidade.....	60
3.4	A Intervenção do Capital de Risco	64
3.4.1	Operações de Reestruturação Financeira.....	64
3.4.1.1	Transferência de Créditos Bancários	64
3.4.1.2	Compra de Créditos Referentes a Locações Financeira.....	66

3.4.1.3	Compra de Dívida de Créditos de Cobrança Duvidosa	66
3.4.1.4	Operação com o Fundo Imobiliário Especial de Apoio às Empresas	68
3.4.2	Reflexo das Operações de Reestruturação Financeira no Passivo.....	69
3.4.3	Reflexo das Operações de Reestruturação Financeira no Ativo.....	71
3.4.4	As Operações de Gestão	72
3.5	Evolução da Situação Económico-Financeira de 2006 a 2010	74
3.5.1	Dados Gerais.....	74
3.5.2	Análise de Rácios	76
3.5.2.1	Rácios de Estrutura e de Endividamento	76
3.5.2.2	Rácios de Liquidez e Risco	78
3.5.2.3	Rácios de Funcionamento	80
3.5.2.4	Rácios de Rentabilidade.....	80
3.6	As Limitações da Análise de Rácios	82
4	Conclusões.....	85
	Bibliografia	89
	Anexos	93
I.	FCR e SCR em Atividade (31/12/2008)	93
II.	FCR e SCR em Atividade (31/12/2009)	93
III.	FCR E SCR em Atividade (31/12/2010).....	93
IV.	Valor das Transações por Fases de Investimento (2008)	93
V.	Valor das Transações por Fases de Investimento (2009).....	94
VI.	Valor da Transações por Fases de Investimento (2010).....	94
VII.	Insolvências (2010 a 2012)	94
VIII.	Balanço da MFE (2006 a 2010).....	95
IX.	Demonstração de Resultados da MFE (2006 a 2010)	96

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Articulação dos vetores/condições base.....	42
Figura 2 - Medidas do Plano de Insolvência.....	51
Figura 3 – Operação de transferência dos créditos bancários.....	65

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução dos montantes geridos de 2003 a 2010.....	29
Gráfico 2 - Distribuição do valor investido por fases de entrada do CR.....	30
Gráfico 3 - Montante investido em <i>Turnaround</i> de 2007 a 2010.....	33
Gráfico 4 – Representatividade do montante investido em <i>Turnaround</i> de 2007 a 2010.....	34
Gráfico 5 – Distribuição do montante sob gestão em 2010.....	37
Gráfico 6 – Vendas no mercado externo e interno de 2006 a 2008.....	49
Gráfico 7 - RADJI, RO, RAI e RL de 2006 a 2008.....	53
Gráfico 8 - Evolução do RADJI e do RL de 2006 a 2010.....	74
Gráfico 9 - Evolução do rácio de Endividamento de Curto Prazo de 2006 a 2010.....	76
Gráfico 10 - Evolução do rácio de Autonomia Financeira de 2006 a 2010.....	76
Gráfico 11 - Evolução do rácio de Solvabilidade de 2006 a 2010.....	77
Gráfico 12 - Evolução do rácio de Grau de Alavanca Financeira de 2006 a 2010.....	78
Gráfico 13 - Evolução do rácio de Liquidez Geral de 2006 a 2010.....	78
Gráfico 14 - Evolução do rácio de Rentabilidade dos Capitais Próprios de 2006 a 2010.....	80
Gráfico 15 - Evolução do rácio de Rentabilidade do Ativo de 2006 a 2010.....	80
Gráfico 16 - Evolução do rácio de Rentabilidade das Vendas de 2006 a 2010.....	81

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 - Vendas e Prestação de Serviços de 2006 a 2008.....	52
Quadro 2 - Rácios de Estrutura e Endividamento de 2006 a 2008.....	55
Quadro 3 - Rácios de Liquidez e Risco de 2006 a 2008.....	57
Quadro 4 - Rácios de Funcionamento de 2006 a 2008.....	59
Quadro 5- Rácios de Rentabilidade de 2006 a 2008.....	61
Quadro 6 - Financiamentos Obtidos em 2009.....	64
Quadro 7 - Rubrica Acionistas em 2009 e 2010.....	66
Quadro 8 - Rubrica Recebimentos Provenientes de Outros Ativos da DFC no ano de 2009 e 2010.....	67
Quadro 9- Rubrica de Financiamentos Obtidos de 2009 a 2010.....	69

Quadro 10 –Rubrica Outras Contas a Pagar de 2009 a 2010.....	70
Quadro 11 – Variação do Passivo de 2009 a 2010	70
Quadro 12 – Variação do peso da rubrica de Financiamentos Obtidos no Passivo de 2009 a 2010	71
Quadro 13 –Variação da rubrica Acionistas de 2009 a 2010.....	71
Quadro 14 – Variação do Ativo de 2009 a 2010	72
Quadro 15 - Evolução das rubricas Outros Rendimentos e Ganhos e Juros e Gastos similares de 2006 a 2010.....	74

Capítulo 1

Introdução

1 Introdução

1.1 Nota Introdutória

Num contexto de grave crise económico-financeira internacional, cujos efeitos se têm feito sentir de forma severa no crescimento da economia nacional, torna-se cada vez mais importante garantir o apoio às Pequenas e Médias Empresas¹ (PMEs), que representam a grande maioria do tecido empresarial português, sendo responsáveis pela criação e manutenção de um grande número de postos de trabalho.

“Hoje em dia, uma PME, que representa 80% do nosso tecido empresarial, precisa de liquidez e não há crédito bancário. O único recurso que está disponível, onde existe liquidez, é o capital de risco”.

(Barros, 2011)

A importância das PMEs é reconhecida pelas mais diversas entidades nacionais e europeias. Como consequência disso, o incentivo empresarial e o apoio ao empreendedorismo têm vindo a assumir um papel cada vez mais importante na agenda europeia. Este apoio tem-se refletido sob a forma de programas de apoio, tanto ao nível da União Europeia como ao nível nacional. Assim, em Outubro de 2011, foi aprovada em Conselho de Ministros uma resolução que tem por objetivo rever as normas relativas ao sector do Capital de Risco (CR). Esta revisão surge com o objetivo de promover o desenvolvimento da iniciativa privada neste sector.

No entanto, e apesar dos esforços das demais entidades, o número de insolvências de PMEs em Portugal tem vindo a aumentar significativamente ao longo dos últimos anos, sendo que em 2011 aumentou 18,1% relativamente a 2010. Este aumento deve-se não só à contração da procura mas também às crescentes dificuldades no acesso ao crédito bancário.

A importância do sucesso das PMEs em Portugal é vital, este tipo de empresas asseguram postos de trabalho fundamentais num país que apresenta já a quarta taxa de desemprego mais alta da Europa (OECD, 2011).

No atual contexto, o Capital de Risco surge como uma alternativa de financiamento importante, não só no apoio à implementação de novas empresas mas também na disponibilização de financiamento a empresas de experimentam dificuldades financeiras. A modalidade de CR que tem como objetivo a reestruturação e viabilidade económica das empresas é conhecida por *Turnaround* e tem vindo a tornar-se cada vez mais relevante em

¹ Por PME considera-se o disposto no Decreto-Lei nº372/2007.

Portugal. Atualmente, muitas PME's com dificuldades de acesso ao crédito e em dificuldades financeiras procuram as Sociedades de Capital de Risco (SCR). Acredita-se portanto, que a crise atual pode ser uma oportunidade não só para o CR crescer mas também para ganhar notoriedade no tecido empresarial em Portugal, apoiando a recuperação e reestruturação de empresas que de outra forma não teriam condições de manter a atividade e assegurando assim posto de trabalho fundamentais no atual contexto.

Assim, considera-se pertinente refletir sobre a adequabilidade do financiamento de empresas através da modalidade de CR *Turnaround*, e qual o seu papel na reestruturação e recuperação das mesmas.

1.2 Objetivos e Estrutura

A presente dissertação de mestrado pretende estudar o tema do CR e aprofundar sua importância na reestruturação e recuperação de empresas em dificuldades.

O referido tema é extenso e sobre o mesmo existe muita variedade de literatura. Nesse sentido a revisão de literatura da presente dissertação foca-se sobretudo na indústria do CR em Portugal. São deixados de parte alguns grandes temas relativos ao CR, tais como a rentabilidade/risco e o desinvestimento, por se considerar que estes são menos pertinentes no âmbito da presente dissertação. Este estudo engloba também o tema da reestruturação empresarial, mas não é objetivo cobrir o universo teórico deste tema. Consequentemente, são dados a conhecer ao leitor apenas os conceitos que se entendem necessários para compreender a intervenção do CR em empresas em dificuldades. Em resumo, o objetivo principal é expor de forma clara e sintética como é que o CR pode desempenhar um papel eficaz e importante na "cura" e, porventura, até na prevenção de dificuldades nas empresas em Portugal.

A presente dissertação está dividida em 4 capítulos interligados. O Capítulo 1, designado *Introdução*, apresenta o tema proposto e explica pertinência do mesmo face ao atual contexto sócio económico. Define-se também neste capítulo a apresentação estrutural da dissertação, expondo-se sucintamente o conteúdo e objetivos de cada um dos capítulos.

O Capítulo 2, designado por *Revisão de Literatura*, é constituído por fundamentos teóricos e científicos que servem de base ao tema da presente dissertação. Este capítulo está dividido em seis pontos.

O ponto 1 do Capítulo 2 designa-se *O Capital de Risco*. O objetivo deste ponto é dar a conhecer de forma clara as principais linhas orientadoras do conceito de CR. Neste ponto expõem-se as principais diferenças existentes entre a indústria do CR em Portugal e nos demais países.

O ponto 2 do Capítulo 2 designa-se *O Capital de Risco em Portugal* e expõe sucintamente o aparecimento e a evolução da indústria do CR em Portugal.

O ponto 3 do Capítulo 2 designa-se *O Investimento em Capital de Risco*. Neste ponto pretende-se dar a conhecer ao leitor os vários tipos de investimento em CR e, paralelamente, é retratada a representatividade dos montantes investidos de cada uma das naturezas de investimento nos últimos anos no nosso país.

O ponto 4 do Capítulo 2 designa-se *O Turnaround em Portugal* e explora o tipo de investimento em CR que serve de tema à presente dissertação, o *Turnaround*. Neste ponto, para além de descritas as principais características desta natureza de investimento, é também dada a conhecer ao leitor a evolução dos montantes investidos no mesmo nos últimos anos.

O ponto 5 do Capítulo 2 designa-se *Os Operadores de Capital de Risco*. Neste ponto apresentam-se as entidades habilitadas a investir em Capital de Risco e indicam-se as suas principais diferenças. Assim, introduz-se o conceito de Investidor de Capital de Risco e de Sociedade de Capital de Risco, por serem os principais OCR em Portugal. É também definido o conceito de Fundo de Capital de Risco (FCR), por se tratar de um instrumento que pode ser utilizado pelos demais operadores.

O ponto 6 designa-se *O Capital de Risco na Reestruturação de Empresas*. Num primeiro momento, para enquadrar o leitor no tema da reestruturação de empresas, expõem-se de forma breve as principais causas das dificuldades da maioria das empresas e os motivos pelos quais podem surgir. De seguida, são apresentadas as várias fases em que se considera que a empresa apresenta dificuldades, desde uma situação menos grave de incumprimento de prazos à situação mais grave em que a empresa declara falência. Por fim, definem-se as condições para o sucesso do Capital de Risco numa operação de reestruturação e explica-se como é que este intervém.

O Capítulo 3 designa-se *Estudo Empírico* e está dividido em 6 pontos interligados. Neste estudo é analisado o caso da MFE, empresa que se dedica à produção de Platex. A MFE é uma PME que no ano de 2009 enfrentou um processo de insolvência e que para ultrapassar a situação recorreu ao Fundo de Recuperação de Empresas da Sociedade Gestora de Capital de Risco BME Capital.

O ponto 1 do Capítulo 3 designa-se *A Recolha de Informação e a Metodologia de Estudo* e apresenta a documentação e a informação que foi recolhida e utilizada para a elaboração do estudo. A metodologia utilizada para a análise da informação recolhida foi a Técnica do Rácios analíticos, que é também explicada sucintamente neste ponto.

O ponto 2 do Capítulo 3 designa-se *A Análise Qualitativa da MFE* e está subdividido em 2 pontos. No primeiro, apresenta-se a empresa em termos qualitativos, ou seja, a sua atividade, a sua dimensão e os seus processos de funcionamento. No segundo, são expostos os principais motivos pelos quais a empresa enfrentou um processo de insolvência e as linhas gerais do mesmo.

O ponto 3 do Capítulo 3 designa-se *Análise Económico-Financeira de 2006 a 2008*. Neste ponto faz-se um resumo da situação da MFE até ao processo de insolvência. Em primeiro lugar analisam-se os dados gerais, tais como a evolução das Vendas e Prestação de Serviços e dos Resultados da empresa; posteriormente dá-se a conhecer o conceito dos vários rácios calculados de acordo com a Técnica dos Rácios Analíticos. Por fim, os referidos rácios são interpretados a fim de dar a conhecer ao leitor a situação financeira da empresa de 2006 a 2008.

O ponto seguinte, o quarto do Capítulo 3, designa-se *A Intervenção do Capital de Risco*. Este ponto está subdividido em 4 outros pontos. Num primeiro momento, são explicadas as principais operações de reestruturação financeira que ocorreram na sequência da intervenção da SCR BME. Explora-se qual o seu reflexo contabilístico à luz do novo normativo, o SNC, e o consequente impacto que tiveram sobre o Ativo e Passivo da empresa. Por último, são apresentadas as operações de reestruturação operacional.

O ponto 5 do Capítulo 3 designa-se *Evolução da Situação Económico-Financeira de 2006 a 2010*. Neste ponto analisa-se e interpreta-se a evolução dos rácios financeiros analisados no ponto 3 a sequência das operações de reestruturação financeira e operacional, ou seja, após a intervenção da SCR.

O sexto e último ponto do Capítulo 3, designa-se *As Limitações da Análise de Rácios*. Neste ponto são dadas a conhecer ao leitor as principais limitações da metodologia utilizada, a Técnica dos Rácios Analíticos. São referidas também outras limitações e dificuldade sentidas na interpretação dos rácios calculados.

O último capítulo é o Capítulo 4 e designa-se *Conclusão*. Neste capítulo resumem-se as principais conclusões acerca da evolução da situação financeira da empresa. Percebe-se, através dessa análise, que existiu uma melhoria significativa na maioria dos rácios calculados, na sequência da intervenção da SCR, e que os Resultados da empresa também evoluíram favoravelmente. É também feito um paralelismo entre as vantagens da intervenção do CR como parceiro de gestão referidas na literatura e o apoio que este teve na situação concreta da MFE, ao auxiliar a empresa não só com entradas de capital mas também através do seu poder de negociação com entidades bancárias e fornecedores, na credibilização da empresa e ainda no auxílio da reestruturação operacional da mesma.

Pretende-se com este estudo perceber qual o impacto económico-financeiro da intervenção do Capital de Risco, estudando o tipo de operações realizadas, o seu impacto contabilístico e a evolução de vários indicadores da *performance* financeira selecionados. Considera-se que o tema tratado é de grande interesse no contexto económico atual por dar a conhecer um instrumento de extrema importância na recuperação de empresas, o CR, e por analisar o seu impacto concreto nas demonstrações financeiras de uma empresa.

Importa referir que, na medida em que o estudo se cinge apenas a uma empresa, é incorreto extrapolar o impacto do Capital de Risco para as demais PME's, pois para tal seria necessária uma amostra mais alargada na qual fossem tidas em conta as especificidades dos diversos sectores empresariais, entre outros fatores. Pretende-se, portanto, analisar apenas o impacto do Capital de Risco na MFE, relacionando-o com a literatura sobre o tema.

Capítulo 2

Enquadramento e Revisão de Literatura

2 Enquadramento e Revisão de Literatura

2.1 O Conceito de Capital de Risco

“Perhaps never was an asset class been so misunderstood as Private Equity...”

(Fraser, 2007)

Existe alguma controvérsia no que respeita a uma definição simplista e exata de Capital de Risco, em parte justificada pelo alargamento da esfera de atuação deste tipo de investimento, consequência do amadurecimento do sector.

O conceito de Capital de Risco deriva da expressão anglo saxónica *Venture Capital*. Embora a tradução *Capital* não suscite duvidas, a tradução de *Venture* (que significa empreendimento) por “Risco” aconteceu por uma questão de afinidade linguística com o francês - *Capital Risque*- sendo esta uma expressão redutora, face ao espírito subjacente do termo original (Ribeiro, 1995).

A indústria do CR surgiu nos EUA em meados dos anos 50, mas o conceito de CR é diferente consoante se refira à Europa ou aos EUA. De acordo com a Associação Portuguesa de Capital de Risco (APCRI), enquanto que nos EUA estão bem definidas duas formas fundamentais de investimento em CR, o *Private Equity* e o *Venture Capital*², na Europa o *Private Equity* tende a designar toda a indústria do CR, incluindo as operações de mudança de propriedade, *Management Buy-out* (MBO) e *Management Buy-in* (MBI), enquanto que nos EUA estas não fazem sequer parte da indústria.

Uma definição de CR para os norte-americanos explica-o como “*any equity investment in a company wich is not quoted on a stock exchange*” (Fraser, 2007).

É certo que o conceito do CR difere muito da Europa para os EUA, mas encontram-se também grandes diferenças entre os próprios países da Europa, pois cada um desenvolveu de acordo com a sua conjuntura económica e cultural, um mercado de CR com especificidades próprias. Não obstante, de acordo *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA) (2009a), existem três fatores que são comuns a todos os mercados e que claramente diferenciam o CR de outras formas de financiamento. Primeiramente, o CR implica risco financeiro para o investidor e é orientado para empresas com potencial de crescimento e valorização, em segundo lugar o capitalista de risco procura uma parceria com o empreendedor e pode adicionar valor à empresa através do conhecimento, da experiência e da

² Investimento em empresas pequenas ou menos em projetos empresariais nas quais o investidor acompanha de perto a gestão empresarial.

rede de contactos que possui, diferindo portanto dos restantes tipos de financiamento. O último factor realça facto de o capitalista de risco investir a médio/longo prazo, esperando maximizar o retorno para ambas as partes e estando sempre interessado no sucesso do negócio (EVCA, 2006).

Na Europa, e também de acordo com a EVCA, o Capital Privado (note-se diferente da expressão utilizada em Portugal de “Capital de Risco”), é o tipo de atividade financeira que consiste em fornecer capital a empresas não cotadas em bolsa e divide-se em três categorias. Esta categorias são, o *Buy-out* ou *Leverage Buy-out*, o Capital de Risco e o Capital de Expansão. No Capital de Expansão, o acréscimo de capital pode ser direcionado para financiar uma expansão da capacidade produtiva, desenvolvimento de novos produtos, ou fundo de maneio acrescido, diferindo do CR por ser dirigido a empresas já estabelecidas e maduras e por não implicar a abordagem interventiva ao nível da gestão.

Já em Portugal e de acordo com a APCRI a expressão “Capital de Risco” engloba as três categorias acima mencionadas e trata-se de *“uma técnica, modalidade ou forma de investimento que se caracteriza pela existência de um investidor profissional, que investe em empresas de elevado potencial de crescimento através da aquisição de participações minoritárias, e sobre valores mobiliários não cotados em mercados organizados, com a expectativa de obter dentro de um horizonte de curto ou médio prazo, mais-valias decorrentes do seu investimento”*.

De acordo com Tavares (1999), para melhor compreender o conceito de CR importa perceber algumas seguintes particularidades do mesmo. Em primeiro lugar importa referir que este tipo de financiamento, efetua-se se através da participação no Capital Social de uma empresa, detendo o OCR uma fracção ou efetuando prestações suplementares de capital, o que implica automaticamente uma partilha de risco do negócio. Este tipo de participação é normalmente minoritária, dado que o objetivo subjacente é apoiar uma determinada atividade e não o seu controlo e acontece maioritariamente em empresas de elevado potencial de crescimento, estando implícita uma determinada taxa de rentabilidade mínima correspondente ao nível de risco. A participação do CR é temporária - na Europa o período considerado normal é de 5 a 12 anos -, processando-se a saída logo que a empresa tenha atingido a estabilidade necessária ao seu bom desenvolvimento. Consequentemente, o CR possui uma perspectiva de rendibilidade de médio/longo prazo, realizada no momento do desinvestimento, não sendo portanto, uma mera aplicação de fundos de curto prazo, mas uma operação que em que ocorre

o envolvimento do OCR na empresa e na qual não existe um plano de serviço de dívida pré estabelecido.

O CR difere dos restante tipos de financiamento, por ser considerado um instrumento híbrido, porque associa ao financiamento prestado serviços de assessoria. O objetivo dos seus operadores, é obter mais valias com posterior alienação da participação adquirida, sendo a remuneração obtida em função da performance da empresa.

A atividade de investimento em CR é regulada pelo Decreto-Lei 375/2007 de 8 de Novembro de 2007, que define no Artigo 2º o investimento em CR como “ *...a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respectiva valorização*”.

Para Lachman (1992), a principal especificidade deste tipo de investimento reside essencialmente em ser “*un partenaire entre des hommes*”, ou seja, um cabaz de capitais e competências. Assim, não se trata apenas de um “produto” financeiro, mas sim de um produto cuja composição híbrida que se materializa em inúmeras combinações de capitais próprios associadas à prestação de assistência e competências e gestão de natureza diversa.

2.2 O Capital de Risco em Portugal

O financiamento das primeiras expedições marítimas foi uma das primeiras formas de CR em Portugal. Estas expedições eram financiadas na expectativa de obter um elevado lucro e incorriam no risco de perda total do investimento. Mas apesar de as expedições marítimas poderem ser consideradas uma forma de investimento em CR, apenas em 1986 foi publicada legislação específica sobre a matéria, através do Decreto-Lei que veio regulamentar os OCR e toda a indústria.

É pertinente atribuir o aparecimento da indústria do CR à conjuntura económica que se vivia nos anos 80, definida em Conselho de Ministros como “ *A alteração das regras do jogo no mercados dos produtos energéticos, a perda dos mercados de África e as transformações políticas ocorridas simultaneamente em Portugal, transformaram vulnerabilidades “latentes” da economia portuguesa em fortes condicionantes do seu desenvolvimento, pondo deste modo em causa o aparelho produtivo altamente dependente do exterior, em termos energéticos e de abastecimento de bens essenciais – alimentares e de matérias primas para a indústria*” (PCEDEC, 1987). Apesar da referida dependência face ao exterior, a adesão à Comunidade Económica Europeia (CEE) surgiu também como uma oportunidade de

expansão para as empresas portuguesas. Consequentemente, para que conseguissem competir no mercado internacional, era urgente que se tornassem mais competitivas e, nesse sentido, o CR surgiu como um instrumento com contornos que se estimavam como os ideais para este tipo de empresas, não só de por trazerem financiamento, mas também apoio à gestão.

Portugal foi uma economia fechada até à década de 70, o que levou a que a estrutura de capitais permanentes da maioria das empresas portuguesas fosse desequilibrada, com níveis crónicos de endividamento e muitas delas com necessidade de urgente reconversão. O CR surgiu assim inserido num conjunto de medidas que visavam a adaptação do sistema financeiro às necessidades dos agentes económicos (deste conjunto e a nível de instrumentos financeiros refira-se a criação de obrigações de caixa, bilhetes do tesouro, títulos de participação, certificados de depósito, entre outros) (Tavares, 1999).

Existe consenso quanto à existência de três fases distintas da evolução da indústria do CR em Portugal. Num primeiro período, compreendido entre 1986 e 1991, verificou-se um crescimento abrupto do número de SCR e do montante de CR gerido. De facto, entre 1986 e 1987 existiam apenas duas SCR em Portugal, a S.P.R - Sociedade Portuguesa de Capital de Risco e a PROMINDUSTRIA – Sociedade Portuguesa de CR S.A., e em 1991 já operavam no mercado 29 SCR. Atribui-se este crescimento, ao aumento dos fundos europeus, à criação de incentivos fiscais por parte do Estado - que isentou de tributação em IRC os rendimentos das SCR, com exceção dos juros de depósitos a prazo - e ao enraizamento da crença de que o CR era uma atividade onde se poderia obter rentabilidade elevada num prazo de tempo relativamente curto.

O segundo momento, respeita ao período de 1991 e 1994. Neste período encerraram algumas SCR existentes, facto atribuído à estabilidade/maturidade do mercado, visto o número de OCR ser excessivo face às necessidades do mesmo (Rodrigues, 1995).

O terceiro momento, surgiu a partir de 1999, em que se assistiu-se à alavancagem da economia nacional através de fundos europeus, tendo aumentado novamente o número não só de SCR mas também de OCR³. Consequentemente, foi criado em 2000 primeiro *Business Angels Club* Português, seguido da criação de várias Associações Regionais deste tipo de investidores, em 2005. Mais recentemente, em 2007 surgiu a Federação Nacional de Associações de *Business Angels* (FNABA).

³ Os OCR dizem respeito não só a SCR mas também a ICR, conforme será explicado do ponto 2.5.

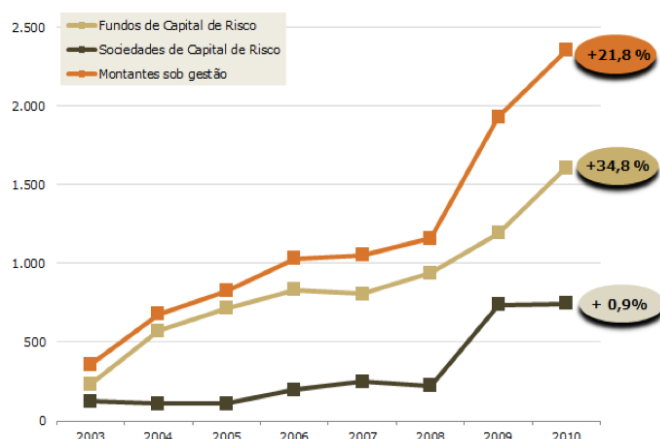


Gráfico 1 - Evolução dos montantes geridos de 2003 a 2010

Fonte: CMVM, 2010

O Gráfico 1 apresenta a evolução do montante global gerido pelos operadores de CR em Portugal de 2003 a 2010. Conforme se verifica através da análise deste gráfico, os montantes geridos aumentaram consideravelmente desde 2008, sobretudo no que respeita aos FCR. De acordo com a CMVM o montante global aumentou 21,8% de 2009 para 2010, o que significa que foram investidos mais 421,6 milhões de euros. O número de SCR acompanhou também este aumento: em 2010 encontravam-se registadas pela CMVM 30 entidades gestoras de CR - mais três do que no ano anterior (Anexos I, II e III).

De acordo com Relatório Anual da Atividade do Capital de Risco de 2010, os primeiros seis meses de 2011 relevaram que o sector do CR se mantém dinâmico, uma vez que neste período foram constituídos cinco novos FCR e foi criada uma nova SCR.

Aguardam-se os dados relativos à totalidade do ano de 2011, mas prevê-se que se mantenha a tendência de crescimento da indústria registada até então, sendo esse o esforço que vem a ser desenvolvido a nível comunitário. O futuro da indústria do CR nos próximos anos é indubitavelmente incerto, mas Comissão Europeia publicou em 2006 no documento “*Implementing the Community Lisbon Programme: Financing SME growth – Adding European Value*” algumas orientações para o desenvolvimento das condições de financiamento a PME que podem influenciar largamente o CR e que passam por:

- Maior incentivo ao investimento dos *Business Angels*;
- Alargamento da dimensão dos FCR e profissionalização da sua gestão;
- Cooperação estreita entre o CR e as fontes de inovação e o combate à fragmentação comunitária do mercado de CR através da eliminação dos fenómenos de dupla tributação e da harmonização regulatória e legal;

- Maior apoio governamental a investimentos de qualidade;
- Crescimento dos mercados bolsistas; e
- Desenvolvimento de uma cultura empreendedora orientada para o crescimento e apta para o investimento.

2.3 Os Tipos de Investimento em Capital de Risco

O CR, apesar de orientado para empresas jovens, *start-ups* e investimentos de risco elevado é também uma alternativa de financiamento direcionada para empresas que têm dificuldades em aceder às formas de financiamento tradicionais.

De acordo com a CMVM, a APCRI e o Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI), dependendo do estágio de desenvolvimento em que a participada se encontra é possível agrupar definir tipos de investimento em CR. O enfoque da presente dissertação é no tipo de investimento conhecido por *Turnaround*, também conhecido por resgate, e por esse motivo este será o mais aprofundado. Os dados analisados são relativos ao ano de 2010, por ser a informação oficial mais recente.

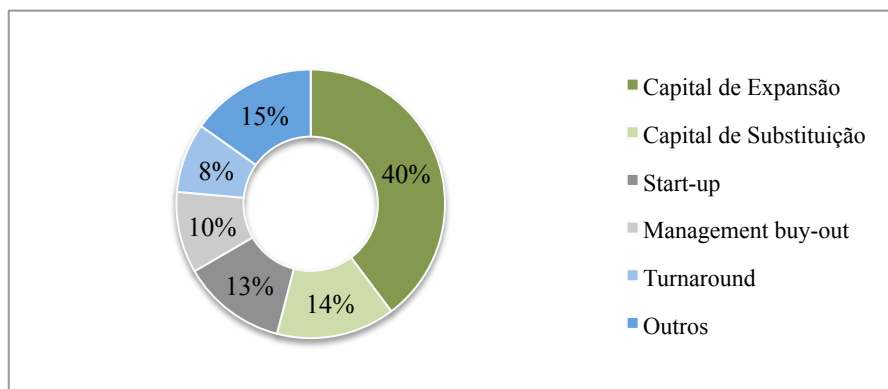


Gráfico 2 - Distribuição do valor investido por fases de entrada do CR
Fonte: Adaptado de CMVM, 2010

Conforme resulta da análise do Gráfico 2, o Capital de Expansão foi o tipo de investimento em que se investiu o maior montante de CR em Portugal no ano 2010, seguindo do Capital de Substituição, *Start-up*, *Management Buy-out* e *Turnaround*. A parcela "Outros" diz respeito aos demais tipos de investimento CR, que em 2010 representaram 15% do montante total investido e que são os seguintes:

Seed Capital: Tipo de financiamento direcionado para o desenvolvimento de projetos empresariais antes da instalação do negócio. Este tipo de investimento em CR possibilitou o

boom das indústrias tecnológicas e de informação, sendo que atualmente a indústria que mais oferece potencialidades para este tipo de investimento é a indústria biotecnológica (IAPMEI, 2006). A justificação para que o peso deste tipo de investimento seja negligenciável advém do fato de não existirem *Business Angels* registados na CMVM - fonte dos dados analisados - e é a estes que compete o papel determinante no fomento de investimentos dessa natureza. Em 2010, o *Seed Capital* representou apenas 0,8% do total do montante investido em CR (Anexos IV, V e VI).

Other early stage: Este tipo investimento é dirigido a empresas recém instaladas, que completaram a fase de desenvolvimento de produto e que possam já ter iniciado a comercialização mas ainda assim sem lucros, sendo destinado à melhoria dos processos de fabrico, comercialização e ao marketing (IAPMEI, 2006). O *Early Stage* representou em 2010 2,8% do montante total investido em CR (Anexos IV, V e VI).

Management buy-in: O MBI destina-se a suportar a tomada de controlo da Administração de uma empresa por uma equipa de gestores externa (IAPMEI, 2006). Esta natureza de investimento representou em 2010 cerca de 3,2% do montante total investido em CR (Anexos IV, V e VI).

Buy-in and Management Buy-out (BIMBO): Esta natureza de investimento em CR destina-se a permitir o controlo da empresa pela Administração, auxiliada pela entrada de uma equipa de gestores externa (IAPMEI, 2006). O BIMBO não teve representatividade no mercado português em 2010 (Anexos IV, V e VI).

Institutional Buy-Out (IBO): Este tipo de investimento de CR tem como objetivo permitir à SCR ou ao ICR o controlo da empresa, sendo geralmente precursor de um MBO (IAPMEI, 2006). Não foram encontrados dados acerca deste tipo de investimento em Portugal (Anexos IV, V e VI).

Bridge financing: Investimento destinado a suportar a transição da empresa para a cotação em mercado de bolsa. Não foram encontrados dados acerca deste tipo de investimento em Portugal (Anexos IV, V e VI).

O Capital de Expansão, o Capital de Substituição, o *Start-up*, o *Management Buy-out* e o *Turnaround* representaram, em 2010, 85% de um montante total investido de cerca de 2 mil milhões euros, e foram, portanto, as formas de investimento em CR com maior representatividade em Portugal nesse mesmo ano.

Capital de Expansão⁴: Este tipo de investimento destina-se a empresas que atingiram a maturidade, mas que não tem liquidez para expandir o seu negócio, para aumentar a sua capacidade produtiva ou desenvolver e reforçar as suas técnicas de comercialização e promoção de produtos (IAPMEI, 2006). Em 2009, foram investidos cerca de 833 milhões de euros, representando cerca de 49,2% do montante total investido em CR, já em 2010 foram investidos menos 25 milhões de euros e o Capital de Expansão passou a representar cerca de 40% do montante total investido (Anexos IV, V e VI).

Capital de Substituição: Este tipo de aplicação permite a um investidor tradicional, que não esteja relacionado com o CR, ou a um acionista, adquirir partes de capital de uma empresa (IAPMEI, 2006). Em 2010 o investimento em Capital de Substituição foi cerca de 299 milhões de euros, menos 3 milhões de euros do que no ano anterior (Anexos IV, V e VI).

Start-up: O *Start-Up* destina-se ao investimento no capital de empresas já existentes ou em processo final de instalação que tenham um projeto desenvolvido mas que ainda não tenham iniciado a comercialização dos produtos e serviços. Esta natureza de investimento é muitas vezes destinado ao *marketing* inicial no lançamento de novos produtos ou serviços. Apesar de na maioria das vezes estar associado a empresas de pequena dimensão, começa a desenvolver-se um interesse cada vez maior de conglomerados empresariais para a criação e desenvolvimento de conceitos inovadores (IAPMEI, 2006). Em 2009, o valor investido em *Start-up* foi de 169 milhões euros e aumentou para 263 milhões em 2010, passando a representar 12,6% do montante total investido (Anexos IV, V e VI).

Management Buy-out (MBO): Este tipo de investimento destina-se a apoiar a aquisição do controlo da empresa pela Administração ou por sócios minoritários (IAPMEI, 2006). O valor investido em MBO em 2010 e 2009 foi respectivamente, 206 e 119 milhões euros, sendo que em 2010 esta natureza de investimento representou cerca de 9,8% do montante total investido (Anexos IV, V e VI).

2.4 O Turnaround em Portugal

O tema da presente dissertação de mestrado é o tipo de investimento em CR conhecido por *Turnaround*. Esta natureza de investimento, destina-se a apoiar empresas numa situação

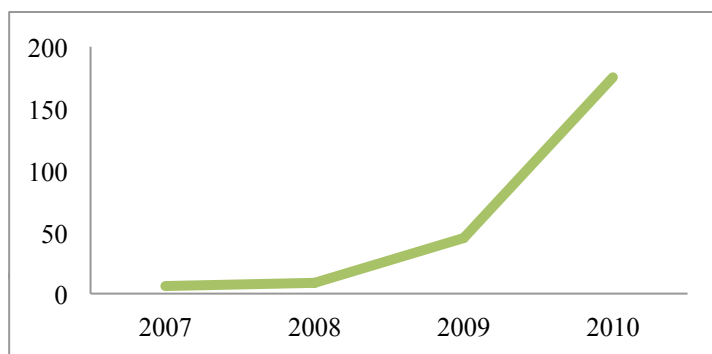
⁴ De acordo com a APCRI é também designado por Capital de Desenvolvimento ou Capital de Crescimento.

económico-financeira difícil, muitas das vezes já em processo de insolvência⁵, tendo como objetivo implementar projetos de recuperação e reestruturação.

O investimento em *Turnaround* surgiu em Portugal como um instrumento de política industrial e de apoio à recuperação e viabilização de empresas que demonstrassem condições objectivas para ultrapassar as suas dificuldades conjunturais (Pimentel, 1995).

O *Turnaround* pretende reforçar os Capitais Próprios das empresas em que intervêm, tendo em vista o equilíbrio financeiro necessário para o acesso a sistemas de incentivo, ao sistema bancário, ao cumprimento de planos de insolvência e à modernização, entre outros.

Trata-se do tipo de investimento em CR que mais tem aumentado a sua representatividade na indústria do CR em Portugal nos últimos anos. Num primeiro momento, grande parte dos fundos disponíveis para uma intervenção *Turnaround* eram disponibilizados pelo Governo sobre a forma de uma série de programas de incentivo também conhecidos por "Hospital de Empresas" (atualmente, apesar de se continuar a assistir a uma forte intervenção, são as SCR quem gere a maioria do capital investido). No período decorrido de 2007 a 2010, assistiu-se a um aumento significativo do montante investido, conforme se apresenta no gráfico abaixo.



(valores em milhões de euros)

Gráfico 3 - Montante investido em *Turnaround* de 2007 a 2010.

Fonte: Elaboração Própria

O montante investido em *Turnaround* em 2007 foi de 6 milhões de euros, aumentando exponencialmente até 2010, ano no qual atingiu um montante de 175 milhões de euros. É certo que o montante total investido em CR também sofreu um forte aumento ao longo dos últimos quatro anos, mas, conforme resulta da análise do gráfico abaixo apresentado, a representatividade do *Turnaround* aumentou significativamente.

⁵ A insolvência é um estado em que o devedor tem prestações a cumprir superiores aos rendimentos que recebe. Assim um insolvente não consegue cumprir as suas obrigações atempadamente. Uma pessoa ou empresa insolvente poderá no final de um processo ser declarada definitivamente insolvente, em falência ou em recuperação. A nova Lei Portuguesa sobre a Insolvência de pessoas e empresas é o CIRE, DL 53/200, melhorado pelo DL 282/2007.

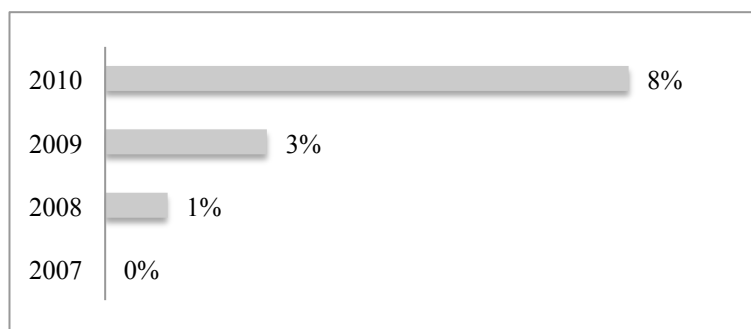


Gráfico 4 – Representatividade do montante investido em *Turnaround* de 2007 a 2010

Fonte: Elaboração própria

De acordo com CMVM (2010), a representatividade do montante investido em *Turnaround*, constituiu um máximo histórico e é associada à deterioração das condições económicas nos últimos três anos que colocaram em causa a viabilidade de diversas empresas. Este tipo de intervenção tem-se relevado fundamental na conjuntura atual, designadamente porque o mercado de crédito bancário sofreu fortes constrangimentos e registou, ao mesmo tempo, uma subida muito significativa dos custos de financiamento.

2.5 Os Operadores de Capital de Risco

Em Portugal a indústria do CR conta fundamentalmente com dois tipos de operadores: os ICR e as SCR. Estes operadores distinguem-se fundamentalmente pelo estágio de desenvolvimento da empresa investem.

Em Portugal as SCR tem sido responsáveis por grande parte da atividade, uma vez que os ICR, mais conhecidos por *Business Angels*, surgiram mais recentemente.

As SCR podem investir através dos seus capitais ou através dos FCR que gerem. Portanto importa definir o conceito de FCR.

2.5.1 Investidores de Capital de Risco

Os ICR, mais conhecidos por *Business Angels*, são investidores privados que atuam grande parte da vezes por conta própria ou complementarmente às SCR, investindo em projetos em fase de *Seed Capital* ou *Start's-up*, que normalmente não são apelativos para as SCR. (Pereira, 2005)

Na grande maioria das vezes, estes investidores organizam-se informalmente e investem em conjunto como parte integrante de um sindicato, o que lhes permite obter largas somas de capital, que individualmente não conseguiriam, facto que contribui também para diminuir o risco (Aernoudt, 2005).

A FNABA define o perfil de um *Business Angel* como um indivíduo com experiência profissional (ex-executivos de grandes empresas), com capacidade financeira, empreendedores (com sucesso já comprovado) e/ou veteranos na indústria.

A atividade de investimento em CR por parte dos ICR está regulamentada no Decreto-Lei 375/2007 Artigo 9 ° que define os BA como “Investidores em CR”, de acordo com o dispostos neste artigo “*Os ICR são sociedades de capital de risco especiais constituídas obrigatoriamente segundo o tipo de sociedade unipessoal por quotas*” em que apenas pessoas singulares podem ser um ICR”.

A Comissão Europeia estima que os investimentos do BA na Europa se situem em cerca de 10% do montante realizado nos EUA, pelo que reitera a necessidade dos diferentes governos nacionais e das instituições comunitárias criarem incentivos para o desenvolvimento deste tipo de investimento, reconhecida que é a sua importância no fomento do empreendedorismo e criação de emprego.

Em Portugal a FNABA contou em 2010 com 404 *Business Angels* e o montante total investido nesse mesmo ano foi de 646 mil euros.

2.5.2 Sociedades de Capital de Risco

A atividade de investimento em CR através de SCR, é em Portugal regulada pelo Decreto-Lei 375/2007 de 8 de Novembro de 2007, artigo 8º. De acordo com este artigo as SCR têm como objeto principal a promoção do investimento e da inovação tecnológica em projetos empresariais ou empresas já existentes, através da participação temporária, por períodos não superiores a 10 anos, no respectivo Capital Social. Este tipo de sociedades pode ainda desenvolver atividades que se revelem necessárias à prossecução do objeto principal tais como prestação de serviços de assistência à gestão, a realização de estudos de viabilidade de empresas ou projetos de investimento e ainda a prestação de serviços de prospecção para a realização de investimentos temporários em sociedades com potencial elevado de crescimento. Conforme já foi referido, as SCR podem investir através do seu próprio capital ou através dos FCR que gerem.

Fundos de Capital de Risco

Os FCR são regulados pelo Decreto Lei 375/2007, artigo 10º, que define os mesmos como *"patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, pertencentes ao conjunto dos titulares das respectivas unidades de participação, tendo por finalidade serem investidos em sociedades com potencial elevado de crescimento e valorização, por períodos de tempo limitados"*.

A lei prevê dois tipos distintos de fundos, aqueles cujas unidades de participação se destinam unicamente a ser subscritas designados de Fundos para Investidores Qualificados⁶ (FIQ), e aquelas em que as unidades de participação podem ser subscritas ou adquiridas por quaisquer categorias de investidores, designados Fundos Comercializáveis junto do Público.

Os FIQ são em grande parte das vezes provenientes de instituições bancárias, de organismos públicos ou através da gestão de fundos em nome de outras instituições (Banha, 2000).

Em suma uma SCR pode investir através do seu próprio capital ou através dos FCR que gere.

⁶ O Decreto-Lei nº 357-A/2007 define investidores qualificados.

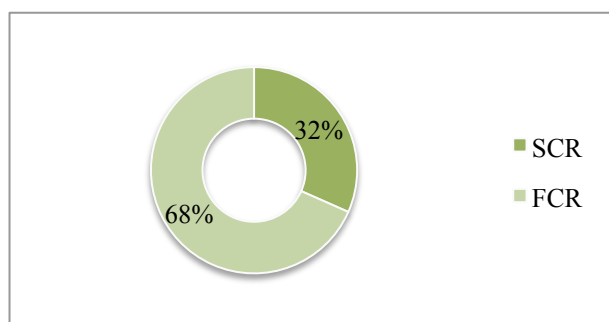


Gráfico 5 – Distribuição do montante sob gestão em 2010

Fonte: Elaboração própria

O Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco de 2010 aponta para que o montante gerido pelos FCR tenha sido de 1,6 milhões, representando assim cerca de 68% do montante global. Por outras palavras, mais de metade do montante gerido por SCR respeita a FCR. O estudo revela ainda que a maioria do montante gerido pelas SCR se encontrava concentrado em cinco sociedades, sendo que estas foram responsáveis por 56,5% das participações em empresas financiadas pelo CR e outros investimentos em 2010 (CMVM, 2010).

2.6 O Capital de Risco na Reestruturação de Empresas

A reestruturação e recuperação de empresas em risco é um tema complexo, em grande parte devido à imprecisão da noção de empresa em dificuldades, existindo na literatura as mais diversas reflexões sobre o tema.

De acordo com Rodrigues e Pascoal (2000), a noção jurídica de empresa em dificuldades reduz as dificuldades de uma empresa à sua manifestação extrema e última - a cessação de pagamentos - e exclui todo o esforço de previsão, ou seja de prevenção das dificuldades.

No entanto, a intervenção do capital de *Turnaround* não acontece apenas em empresas insolventes, mas também naquelas que se encontram, embora temporariamente, impossibilitadas de cumprir a maioria das suas obrigações legais e contratuais não apresentando condições para sobreviver por si só.

2.6.1 As Principais Causas de Dificuldades

“It should be made clear, however, that in almost all cases the fundamental business failure problems lie within the firm itself.”

(Altman, 1983)

Para Altman (1983), as dificuldades das empresas estão na grande maioria das vezes associadas a fatores internos, mais especificamente aos seus dirigentes.

“Há muito poucas pessoas capazes de abandonar um negócio falhado. Quando a ponte está a cair, quase toda a gente corre para obter um pedaço de madeira. No mundo dos negócios, existe um eterno optimismo de que as coisas melhorarão no dia seguinte. Pomos o negócio em marcha, mantemo-lo em funcionamento, e quase ficamos hipnotizados por ele (...) a maior parte de nós não sabe quando desistir, quando dizer “Fui derrotado. Eis uma vitória para o adversário””.

(Cressey, 1973)

Alguns autores atribuem o insucesso da maioria dos negócios, à falta de capacidade de gestão e ao excesso de optimismo de quem os administra. No entanto, esta opinião não é partilhada por muitos outros autores, que atribuem situações de crise tanto ao plano interno como ao plano externo da empresa. O insucesso pode portanto atribuir-se a fatores como a incapacidade de cobrar dividas aos clientes, as perdas de ativo não coberto por seguro, a especulação na utilização de derivados financeiros e, ainda, o impacto do ambiente

macroeconómico. Este impacto faz-se sentir nas empresas através de ciclos no mercado monetário, no mercado cambial, no mercado de capitais e nas mais variadas transformações tecnológicas.

Existem sinais das dificuldades que qualquer empresa pode vir a enfrentar, sinais esses que podem ser detectados recorrendo a vários tipos de indicadores que devem ser previamente definidos pela empresa. De acordo com Nunes (1999), *«interessa actuar quando a empresa ainda conserva algum valor»*, por forma a *«evitar a todo custo deixar resvalar para uma situação de degradação tal que impossibilite encarar soluções que possam ser estrategicamente definidas.»*, sendo o papel da previsão essencial para qualquer empresa.

Para Williams (2005), alguns dos sinais que apontam para futuras dificuldades na empresa são, problemas na qualidade dos produtos/serviços, uma gestão autocrática, a desmotivação dos trabalhadores, o declínio na produção, o surgimento de novos concorrentes e ainda a perda de clientes regulares.

Grande parte dos empresários só se apercebem destas dificuldades quando a empresa atinge a falta de liquidez, mas esta é apenas consequência de fatores como a diminuição do volume de negócios, o acréscimo e custos ou a diminuição tendencial das margens, entre outros. Em Portugal, esta situação verifica-se em muitas PME's, sobretudo desde que se começou a assistir à deterioração económica do país.

Atualmente, muitas das PME's defrontam-se com os mais diversos tipos de dificuldades. É certo que algumas destas dificuldades são ultrapassáveis pelos mecanismos próprios de gestão, mas as restantes, pela sua intensidade e frequência, põem em causa o cumprimento dos objetivos operacionais da empresas e podem refletir-se, por exemplo, em pagamentos não atempados a fornecedores - que resultam na grande maioria das vezes em rupturas de stocks - , no incumprimento do pagamento de impostos e encargos sociais, em atrasos no pagamento de salários e, ainda, em pedidos de adiamento de créditos vencidos;

Por não serem devidamente colmatados, os aspectos *supra* apresentados podem levar a uma degradação contínua da situação económico-financeira das empresas, que na grande maioria das vezes culmina em cenários de crise aguda.

2.6.2 As Fases de Dificuldades

Para recuperar uma empresa em dificuldades é essencial que se identifiquem as principais causas geradoras da situação de crise, que podem ser estratégica e económicas ou financeiras.

Definida a causa, importa apurar em que estágio de dificuldades se encontra a empresa. Neves defende que crise pode ser dividida em 7 fases:

- 1ª fase: Surge com acontecimentos ou operações que implicam a redução da margem de comercialização, a redução do volume de negócios e a consequente diminuição da rentabilidade;
- 2ª fase: Nesta fase, a tesouraria líquida apresenta valores negativos e como resultado a empresa tende para o desequilíbrio financeiro;
- 3ª fase: Nesta fase, a tesouraria líquida apresenta valores negativos por algum tempo e a empresa caracteriza-se por falta de liquidez, o que leva a que seja difícil obter crédito e consequentemente pagar aos credores;
- 4ª fase: Para além de uma tesouraria líquida negativa, o fundo de manuseio da empresa passa a ser insuficiente;
- 5ª fase: Nesta fase, a empresa não tem capacidade de pagar à generalidade dos seus credores ou paga com um atraso considerável. Nesta situação, satisfaz os requisitos para que seja considerada judicialmente insolvente e pode solicitar providências para iniciar a recuperação;
- 6ª fase: Nesta fase, a empresa encontra-se totalmente insolvente ou tecnicamente falida na medida em que deixou de poder solver os seus compromissos. Nesta situação, são executados os bens referentes ao património da empresa. E caso não seja requerida a recuperação da empresa, esta passa à última fase;
- 7ª fase: Na última fase, o ativo da empresa é liquidado para que com o produto da sua venda sejam liquidadas parte das dívidas do seu passivo.

Grande parte das empresas chega à 7ª fase por um reconhecimento lento da situação de crise, o que leva a que tenha que suportar elevados custos resultantes do descrédito que a situação da vulnerabilidade provoca. A situação de descrédito da empresa leva a uma espiral decrescente pois faz com que os fornecedores deixem de acreditar na capacidade da empresa de fazer face às suas obrigações, que os clientes sintam a necessidade de procurar alternativas e que os trabalhadores se sintam desmotivados. A relação com os bancos fica também comprometida e estes, para além de retirarem o apoio à empresa, tentam também acionar os

meios à disposição⁷ para que a empresa honre os seus compromissos, levando a que as dificuldades se acentuem (Rodrigues e Pascoal, 2000).

Não existe uma "fórmula" para recuperação e reestruturação de empresas, porque cada empresa tem as suas especificidades sendo bastante distintas entre si. No entanto, está provado que um controlo de gestão eficaz ajuda a adaptarem-se aos demais ciclos macroeconómicos, e nesse sentido, a intervenção do CR como parceiro de gestão é uma grande mais valia.

2.6.3 A Intervenção do CR na Reestruturação e Recuperação de Empresas

O CR é um dos instrumentos mais importantes para a recuperação de empresas, por dois grande motivos: em primeiro lugar, pelo facto de os OCR não exigirem qualquer remuneração imediata dos capitais investidos, o que ajuda a resolver problemas conjunturais e estruturais que as empresas ultrapassem; em segundo lugar, porque os OCR são parceiros de gestão com competências necessárias para identificar e seleccionar as melhores opções para a empresa na qual investem. O CR como parceiro de gestão devolve credibilidade à empresas e promove a confiança de todos os agentes envolvidos (Rodrigues e Pascoal, 2000).

No entanto a intervenção do CR através de capital, de experiência de gestão e credibilidade, não garante por si só a recuperação de uma empresa. De acordo com Pimentel (1995), para que a recuperação seja possível devem existir oito condições de base, a saber:

- A existência de mercado para o produto/serviço que a empresa produz (condição exógena);
- O domínio por parte da empresa do processo de fabrico e *know-how* tecnológico (condição endógena);
- A existência de clima de confiança com os acionistas promotores do projeto - parceiros no capital das empresas. Essa confiança é determinante para a garantia de um bom relacionamento, que por sua vez é por si só um factor de sucesso para a operação.
- A existência de capacidade de gestão, seja relativamente à estrutura de gestão, seja relativamente às melhorias ou evoluções que se poderão introduzir nas empresas;
- A existência de condições que permitam uma intervenção a nível da adequação do passivo da empresa nomeadamente quanto à negociação em termos quantitativos e qualitativos do passivo financeiro, efectuada preferencialmente pela SCR (de forma a

⁷ Normalmente, a banca, para cobrir o risco envolvido numa financiamento exige garantias reais (hipotecas de imóveis, de imobilizado corpóreo) ou avales pessoais dos acionistas. Podem acionar mecanismos legais para obrigar ao cumprimento do acordado, quando a situação se detiora.

capitalizar a sua experiência e a sua imagem e credibilidade no mercado, ou o conhecimento que tem das instituições financeiras);

- O aumento do capital social da sociedade com participação ativa dos acionistas promotores, para além das SCR (que deverão definir os montantes necessários);
- A definição prévia de regras e de mecanismos inerentes à futura saída das SCR, já que para se obter rentabilidade na operação, há que assegurar liquidez; e
- A existência de condições de possibilitem uma ligação da SCR à empresa em termos de apoio à gestão.

Estas são as condições base que se articulam, por sua vez, em três vetores essenciais. Esses vetores são a Competitividade da empresa, as características dos Promotores e a Intervenção da SCR (Pimentel, 1995). A figura abaixo apresenta a articulação entre os três vetores:



Figura 1 - Articulação dos vetores/condições base
Fonte: Pimentel, 1995

O autor defende que cada um dos três vetores implica a validação das condições de base. A Competitividade será portanto obtida, desde que seja exista mercado para o produto/serviço e se o mesmo satisfizer em termos em termos de qualidade.

O vector Promotores tem por base fatores intangíveis, já que pressupõe um clima de confiança e o estabelecimento prévio de um bom entendimento entre os responsáveis da empresa e a SCR. Este “bom” relacionamento é um factor muito importante para que exista um consenso nas decisões mais importantes a tomar relativas à empresa. Figura também no gráfico, a recompra de posição acionista que é uma das questões de grande interesse para as SCR. Não sendo fácil nem adequado na maior parte dos casos utilizar o mercado de capitais

para tal fim, resta às SCR procurarem a recompra da posição por parte dos acionistas promotores. A recompra passa pelo estabelecimento de opções de venda que devem ter por base, em condições normais, o cálculo do valor da participação à data de saída.

No que respeita à Intervenção das SCR esta implica uma co-responsabilização por dotar a empresa de capacidade de gestão. O conhecimento específico do mercado financeiro e das suas instituições e as capacidade técnica e negocial da SCR permitem, de facto, que seja possível melhorar significativamente a estrutura do passivo da empresa (em particular do passivo bancário), seja por adequação dos prazos de exigibilidade, seja ainda pela melhoria das condições de remuneração (por via da diminuição evidente do risco da empresa pós-operação de CR). Para além disso a Intervenção da SCR deve também passar pelo estabelecimento de condições que assegurem o seu apoio à gestão durante o período em que participa no capital da empresa. Este apoio pode acontecer através da formalização de contratos de prestação de serviços. A experiência tem mostrado a grande utilidade que a SCR pode ter na ajuda em questões de natureza económico-financeira (Pimentel,1995).

Verificando-se as condições acima referidas o CR pode intervir na empresa através das seguintes medidas:

- Reorganização os sistemas de produção;
- Convergência técnicas e processos;
- Formação e motivação dos recursos humanos;
- Avaliação de um eventual abandono de linhas de produtos menos interessantes;
- Introdução de inovações tecnológicas;
- Lançamento de políticas comerciais mais agressivas;
- Melhorias de gestão da qualidade; e
- Controlo dos canais de distribuição;
- Reorganização financeira e administrativa.

Em suma, de acordo com Pimentel (1995), pode afirmar-se que desde que sejam validadas as oito condições atrás referidas e que exista simbiose entre os promotores e a intervenção da SCR num projeto aliado a um produto/serviço com potencialidades e competitividade, é legítimo ter expectativas de sucesso da operação de reestruturação levadas a cabo por SCR.

Capítulo 3

Estudo Empírico

3 Estudo Empírico

3.1 A Recolha de Informação e a Metodologia de Análise da Informação

A empresa sobre a qual incide o estudo é a MFE, empresa que se dedica à produção e comercialização de Platex. Como tal torna-se necessária uma caracterização geral da mesma, que foque aspectos como a sua área de negócios, o seu produto, os seus clientes e a sua estrutura financeira no período escolhido para a realização deste estudo.

Na escolha do período de recolha de dados optou-se pelo intervalo temporal de 2006 a 2010, estes cinco anos representam diferentes estágios na situação financeira da MFE.

Estabelecido o período temporal e o objetivo do estudo foi necessária a recolha de informação, tendo a documentação recolhida sido a seguinte:

- Os Relatórios e Contas de 2006 a 2010;
- O Plano de Insolvência; e
- O Estudo da consultora A sobre a MFE referente ao ano de 2009.

Foram ainda determinantes os esclarecimentos e o apoio do Administrador da MFE e da Diretora Financeira, minha colaboração na WOD⁸, empresa atualmente responsável pela gestão da MFE, ao longo de três meses contribuiu igualmente para uma visão mais precisa e realista da MFE.

Importa referir que as Demonstrações Financeiras de 2006 a 2008 seguiam o Plano Oficial de Contabilidade (POC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 47/77 de 7 de Fevereiro e as várias diretrizes contabilísticas. No entanto, as Demonstrações Financeiras de 2009 e 2010 são apresentadas com o novo sistema contabilístico, o Sistema de Normalização Contabilística (SNC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 158/2009, aplicando-se no caso da MFE o Regime Geral. Assim, para que as demonstrações fossem comparáveis, foi necessário converter as Demonstrações de Resultados (DRs) e os Balanços de 2006 a 2008 de acordo com o novo normativo. Serviu como base de apoio desta conversão, a DR e o Balanço de 2009 que se encontravam em ambos os normativos.

Para analisar a informação recolhida foi estudada literatura sobre o tema Análise Económico-Financeira e Estrutura de Capital e com base na mesma foi escolhida a metodologia considerada mais adequada para o estudo em questão. Num primeiro momento foi feita a Análise Qualitativa da MFE. Este tipo de análise é considerada fundamental, na medida em

⁸ Por uma questão de confidencialidade será utilizado o nome fictício de WOD.

que existem uma série de fatores que não são traduzíveis quantitativamente sendo que por vezes lhes é dado um menor enfoque. De acordo com Sais (1996), importa ter em consideração os seguintes pontos:

- A atividade da empresa;
- A localização geográfica;
- O historial da empresa;
- O produto/serviço e a sua comercialização;
- A qualidade da gestão e da mão-de-obra;
- O posicionamento no mercado;
- A dependência face ao cliente e ao fornecedor;
- O processo produtivo;
- A posse do capital; e
- A situação conjuntural e situacional.

A abordagem seguida na análise qualitativa da MFE baseou-se na estrutura supra apresentada sendo que, por limitações de tempo e por não se enquadrar no tema da presente dissertação, foi feita apenas uma breve abordagem de cada um dos fatores sugeridos pela literatura de base consultada.

Posteriormente foi realizada a análise económico-financeira da MFE. Para este tipo de análise quantitativa existem na literatura variadas técnicas e abordagens. Mais uma vez por uma questão de simplificação e pertinência do estudo, na medida em que não é objetivo da presente dissertação a análise exaustiva da situação económico-financeira MFE, foi utilizada a Técnica dos Rácios Analíticos. A literatura consultada para a elaboração da análise de acordo com esta técnica baseou-se sobretudo em três autores, Neves (2009), Borges (2002) e Sais (1996). De acordo com estes autores, a análise através da técnica dos rácios não fornece respostas definitivas e indiscutíveis sendo que esta só tem interesse se existirem referências externas ou internas. Na presente dissertação, os rácios apresentados terão interesse no estudo da evolução temporal da situação económico-financeira da empresa, sendo portanto referências internas. Estes rácios apontam para pontos fortes e fracos que podem servir de guia a análises mais profundas.

A Técnica dos Rácios Analíticos baseia-se no cálculo de indicadores expressos sob a forma de razão matemática de uma quantia para outra quantia, muitas vezes sobre a forma de

percentagem, que estabelecem as mais variadas relações entre contas ou grupos de contas do Balanço e da Demonstração de Resultados (DR). Existem várias nomenclaturas para cada um dos diversos tipos de rácios e, conforme o autor, estes são divididos em vários grupos, nem sempre consensuais. Tendo por base Neves (2009) e Sais (1996) os principais grupos de rácios são:

- Rácios de Estrutura e Endividamento;
- Rácios de Liquidez e Risco;
- Rácios de Funcionamento; e
- Rácios de Rendibilidade.

Em cada um destes grupos, os diversos autores sugerem o estudo de vários rácios. No entanto, para uma maior simplificação e na tentativa de manter o foco no objetivo desta dissertação, foram analisados apenas os rácios considerados mais pertinentes no âmbito do estudo do impacto da intervenção do *Turnaround* na MFE e que se encontram devidamente justificados no Capítulo 3.

3.2 A Análise Qualitativa da MFE

3.2.1 Apresentação da Empresa

A MFE foi constituída em 1988 e dedica-se à produção de Platex. Esta empresa é uma subsidiária da empresa WOD, que foi criada em 1999 para adquirir os seus ativos. Em 2007, a WOD detinha 90% do capital subscrito da empresa MFE.

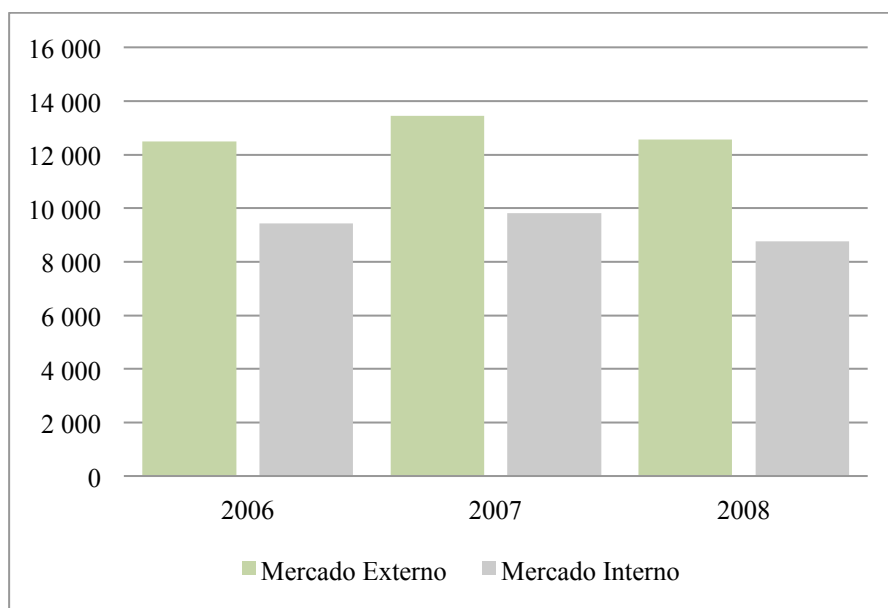
A unidade industrial da MFE situa-se em Tomar e abrange uma área de 40 hectares. Esta unidade, que possui todas as componentes necessárias à produção e comercialização de Platex, é composta por duas linhas de produção, duas linhas de pintura e uma linha de corte, com uma capacidade produtiva de aproximadamente 80.000 toneladas/ano.

A produção de Platex desenvolve-se através de um processo húmido, que utiliza apenas madeira de eucalipto e que não requer qualquer adição de químicos. Este processo exige, no entanto, um grande consumo de água e de energia na formação e na prensagem das fibras. Como, tal os principais fornecedores da empresa, e que lhe asseguram a sua produção, são fornecedores de:

- Energia;
- Madeira; e
- Manutenção de equipamento.

Porém, para além de produzir, a MFE presta serviços de valor acrescentado, tais como o corte e a pintura de placas. Até 2009, os seus principais clientes foram empresas da indústria de construção civil, da indústria de fabrico de portas e da indústria automóvel.

No que respeita às vendas, estas foram até 2008, sobretudo para o mercado internacional, sendo que os principais clientes no período compreendido entre 2006 e 2008 se encontravam em Espanha, Inglaterra, França, Itália, Finlândia, México e em Israel. Estes países representavam em conjunto 98% das exportações da empresa.



(valores em euros)

Gráfico 6 – Vendas no mercado externo e interno de 2006 a 2008

Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 6 apresenta a evolução das Vendas e Prestação de Serviços de 2006 a 2008 e a representatividade dos mercados externo e interno. Analisando o gráfico percebe-se que o mercado externo representou ao longo dos três anos mais de metade do valor das vendas, cerca de 58%.

No que respeita a recursos humanos, até 2009 a MFE teve a seu cargo 250 trabalhadores a tempo inteiro e três prestadores de serviços que trabalharam para a empresa cerca de 1008 horas nesse mesmo ano. No entanto, na sequência do processo de insolvência que a empresa enfrentou, o número de trabalhadores foi reduzido para cerca de metade em 2010. Esta medida, bem como outras alterações operacionais, serão exploradas no ponto 3.4.4

O grande concorrente da MFE é a Somapil Lda, que produz e comercializa madeira e alguns derivados, entre eles o Platex. Esta empresa pertencente ao grupo Sonae, surgiu em 1988 em Leira e mais recentemente mudou as suas instalações para Ponte de Pedra. Esta instalações foram equipadas com equipamentos de ponta, muito modernos, o que permitiu que a empresa se tornasse extremamente competitiva. Assim, os preços praticados baixaram e a pressão sobre a MFE aumentou.

3.2.2 O Processo de Insolvência

Em 2008, com o agravamento da situação económica em Portugal, a MFE começou a sentir algumas dificuldades financeiras. Estas dificuldades surgiram por diversos motivos, mas sobretudo pela contração da procura, sentida no segmento do mercado das portas face à

estreita relação com o sector da construção habitacional, sendo que este sector foi um dos mais afectados em Portugal. A redução da procura pelos seus produtos e serviços, refletiu-se da seguinte forma:

- Cancelamento de encomendas;
- Adiamento de prazos de entrega; e
- Pressão por parte dos clientes para baixar os preços de venda.

Estes factores e a ineficácia das medidas de gestão adoptadas para a resolução da situação levaram à paragem da atividade produtiva. Na sequência desta paralisação e do incumprimento das suas obrigações para com clientes e credores, a MFE enfrentou em 2009 um processo de insolvência, tendo sido em Janeiro de 2010 declarada uma empresa insolvente.

Face a esta situação, a Administração da empresa elaborou um Plano de Insolvência, na medida em que acreditava que a empresa seria economicamente viável após o devido redimensionamento, ou seja, adaptando a produção a níveis de procura mais reduzidos e de acordo com a situação do mercado naquele momento.

A confiança dos Administradores tinha origem na forte convicção de que a empresa produzia produtos de qualidade e com grande aceitação no mercado, e foi reforçada pelo interesse que os antigos clientes demonstraram em continuar a comprar à empresa caso esta retomasse a sua atividade normal. A isto acrescia o facto de a MFE já possuir todo o equipamento e recursos humanos necessários à produção de Platex e às várias especificidades do negócio, tendo assim o *know how* necessário.

Assim, em Junho de 2010 foi apresentado um Plano de Insolvência que contaria com o apoio dos acionistas caso fosse aprovado pelos credores da empresa. Do sucesso deste Plano de Insolvência dependiam questões muito importantes:

- A manutenção de alguns dos postos de trabalho da MFE, considerados de importância fulcral para a região de Tomar;
- A regularização de dívidas para com os trabalhadores;
- A regularização das dívidas à Segurança Social; e
- A regularização das dívidas aos fornecedores.

No referido plano foram apresentados 4 tipos de medidas:

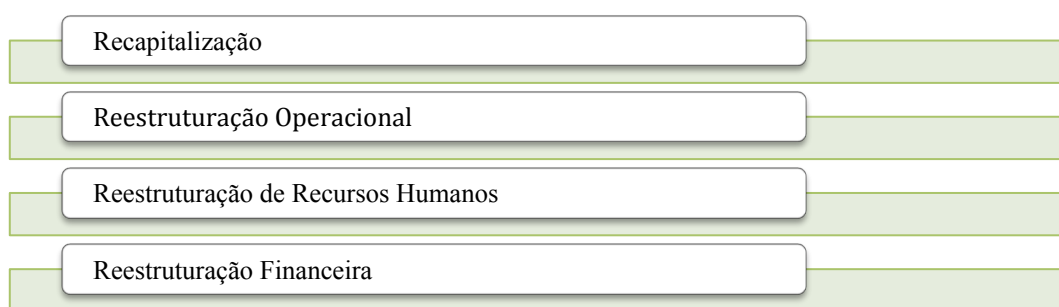


Figura 2 - Medidas do Plano de Insolvência
Fonte: Elaboração própria

Para a implementação destas medidas foi fundamental a intervenção do Fundo de Recuperação da SCR BME, intervenção que será analisada posteriormente.

3.3 Análise Económico-Financeira de 2006 a 2008

3.3.1 Dados Gerais

Na análise Económico-Financeira da MFE será utilizada a metodologia referida no ponto 3.1, ou seja, a Técnica dos Rácios. Não obstante, apresenta-se num primeiro momento uma breve análise económica da evolução dos seguintes rendimentos e gastos da empresa:

- Vendas e Prestação de Serviços;
- Custos com o Pessoal; e
- Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias consumidas (CMVMC).

Para complementar a análise apresenta-se também a evolução dos diversos resultados da MFE no período decorrido de 2006 a 2008.

	2006	2007	2008
Vendas e Prestação de Serviços	23.091.328	24.218.424	23.209.907

(valores em euros)

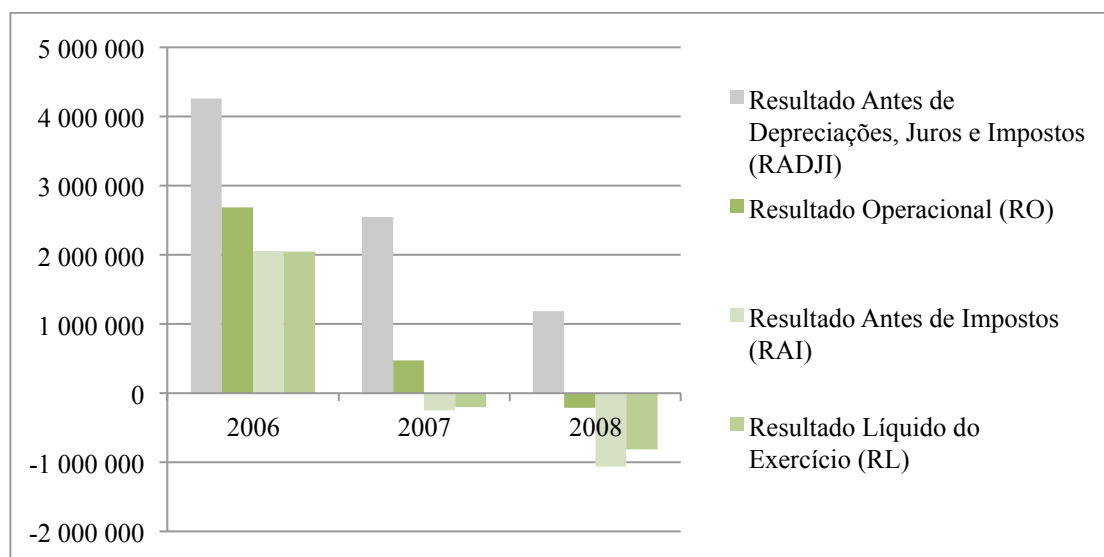
Quadro 1 - Vendas e Prestação de Serviços de 2006 a 2008

Fonte: Elaboração própria

Analisando o Quadro 1 percebe-se que as Vendas e Prestação de Serviços diminuíram em 1.008.517 euros entre 2007 e 2008, ou seja, cerca de 4%. A referida diminuição poderia não ter sido significativa caso não tivesse sido acompanhada por uma subida de 2007 para 2008 no CMVMC e nos Custos com Pessoal de cerca de 21% e 4%, respectivamente.

Em suma, ao longo de três anos verificou-se uma queda no montante relativo às Vendas e Prestação de Serviços, acompanhada de um aumento do CMVMC e dos Gastos com Pessoal.

Analisando as DRs por Natureza da MFE elaborou-se a síntese da evolução dos resultados de 2006 a 2008.



(valores em euros)

Gráfico 7 - RADJI, RO, RAI e RL de 2006 a 2008

Fonte: Elaboração própria

No Gráfico 7 apresentam-se os vários resultados relativos aos exercícios de 2006, 2007 e 2008.

Resultados Antes de Depreciações, Juros e Impostos: em 2006 o valor deste resultado era de 4.261.684 euros, sendo que em 2008 caiu para 1.187.784 euros, ou seja, cerca de 72%.

Resultado Operacional: este resultado passou de um valor positivo de 2.685.035 euros em 2006 para um valor negativo de -213.436 euros em 2008.

Resultado Antes de Impostos: em 2006 o RAI era de 2.056.592 euros, passando a apresentar valores negativos de -245.356 euros e -1.063.731 euros em 2007 e 2008, respectivamente.

Resultado Líquido do Exercício: este resultado sofreu uma redução significativa nos anos de 2006 e 2007, situando-se em 2008 num valor negativo de -816.268 euros.

Em suma, todos os resultados da empresa diminuíram significativamente ao longo dos três anos, sendo que em 2008 todos, exceptuando o RADJI, apresentavam valores negativos. Esta situação já se desenhava quando, ao analisar os rendimentos e gastos, se percebeu que as vendas caíram ao longo dos referidos três anos e que os CMVMC e Gastos com Pessoal haviam aumentado. A salienta-se o fato de o RADJI ser sempre positivo, um indicador de que o desempenho operacional da empresa é bastante satisfatório e que muitos dos problemas da mesma advêm da componente financeira. Este é um indicador de grande importância pois aponta para que a empresa seja operacionalmente eficiente e economicamente viável.

3.3.2 Análise de Rácios

A avaliação da situação económico-financeira é feita através da Técnica dos Rácios, conforme o descrito no ponto 3.1. Assim, foram escolhidos diversos rácios que serão devidamente explicados, calculados e analisados no contexto da situação da MFE.

3.3.2.1 Rácios de Endividamento e Estrutura

Os rácios de Endividamento e Estrutura ajudam a perceber a intensidade da utilização de Capitais Alheios por parte de uma empresa para o financiamento da sua atividade, ou seja, se a empresa se financia maioritariamente através do seu Capital Próprio ou através do seu Passivo. Os rácios escolhidos para análise são a Estrutura de Endividamento, a Autonomia Financeira e a Solvabilidade.

Estrutura do Endividamento

Os rácios de estrutura do endividamento permitem aferir a maturidade do Passivo através do cálculo do rácio de curto prazo e do rácio de médio/longo prazo. Isto porque não importa apenas conhecer o grau de endividamento de uma empresa mas também a sua estrutura, na medida em que se uma empresa apresentar sobretudo endividamento de curto prazo é de prever que a pressão sobre a tesouraria seja maior do que se o seu endividamento for sobretudo de médio/longo prazo. A opção pela utilização do rácio de endividamento de curto prazo ou de médio/longo prazo depende da vontade de quem analisa, uma vez que exprimem exatamente a mesma realidade. Por opção, serão calculados ambos. A interpretação deste rácio é simples, sendo que o valor do rácio será a percentagem de Passivo Corrente ou Passivo Não Corrente, dependendo do rácio calculado, no Total do Passivo.

As expressões matemáticas para o cálculo destes rácios são as seguintes:

$$\text{Endividamento a C.P.} = \frac{\text{Passivo Corrente}}{\text{Total do Passivo}} \quad \text{I}$$

$$\text{Endividamento a M.L.P} = \frac{\text{Passivo Não Corrente}}{\text{Total do Passivo}} \quad \text{II}$$

Autonomia Financeira

A Autonomia Financeira avalia o nível de financiamento do investimento total por Capitais Próprios, ou seja, a capacidade que a empresa tem de fazer face aos seus compromissos financeiros através do Capital Próprio, determinando a proporção de Ativos que é financiada

por Capitais Próprios. O rácio de Autonomia Financeira varia entre zero e um, dado que os Capitais Próprios não podem ser superiores ao valor do próprio Ativo Líquido. Na interpretação deste rácio, entende-se que quanto maior for o rácio, maior é autonomia da empresa face a terceiros. Nesse sentido, quando este rácio apresenta um valor baixo significa que a empresa depende em grande parte dos seus credores. Esta situação, geralmente, não é vantajosa na negociação de novos financiamentos.

$$\text{Autonomia Financeira} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Activo}} \quad \text{III}$$

Solvabilidade

A Solvabilidade avalia a capacidade da empresa de fazer face aos seus compromissos com terceiros. Comparando o Capital Próprio com o Passivo, fornece indicações sobre o risco que os credores correm ao conceder crédito à empresa. Na interpretação deste rácio, entende-se que um valor inferior a um significa que o valor dos Capitais Próprios é inferior ao Passivo. Esta situação reflete risco para os credores da empresa, dado que os Capitais Próprios não são suficientes para fazer face ao Passivo. Caso o rácio apresente valor igual ou superior a um, tal significa que a empresa tem Capitais Próprios suficientes para fazer face às suas obrigações, sendo que quanto mais elevado for o rácio maior será a referida capacidade.

$$\text{Solvabilidade} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo}} \quad \text{IV}$$

Abaixo apresenta-se o Quadro 2 com o resumo dos rácios calculados.

	2006	2007	2008
Autonomia Financeira	0,17	0,22	0,18
Endividamento a Curto Prazo	0,86	0,77	0,81
Endividamento MLP	0,14	0,23	0,19
Solvabilidade	0,20	0,29	0,22

Quadro 2 - Rácios de Estrutura e Endividamento de 2006 a 2008

Fonte: Elaboração própria

A interpretação de cada um dos rácios presentes no quadro supra apresentado é a seguinte:

Autonomia Financeira: O valor deste rácio é ao longo dos três anos baixo, o que indica que a empresa depende em grande parte dos seus credores, visto que o Capital Próprio nunca representa mais do que 25% do Ativo.

Endividamento de Curto Prazo e de Médio/Longo Prazo: O endividamento de Curto Prazo é ao longo dos três anos bastante superior ao de médio/longo prazo, representando sempre mais de 70% do Passivo.

Solvabilidade: O valor deste rácio é bastante inferior à unidade, o que significa que o valor dos seus Capitais Próprios é inferior ao Passivo, ou seja os Capitais Próprios não são suficientes para fazer face ao Passivo.

Em suma, ao longo dos três anos a empresa financiou-se maioritariamente através de capitais alheios, sendo grande parte dos seus compromissos de curto prazo.

3.3.2.2 Rácios de Liquidez e Risco

Os rácios de Liquidez e Risco evidenciam a capacidade da empresa de satisfazer os seus compromissos de curto prazo. Uma empresa deve possuir liquidez para fazer face à sua atividade diária, na medida em que existe um conjunto de dívidas exigíveis a muito curto prazo das quais depende a manutenção da atividade da empresas, como, por exemplo, as dívidas a fornecedores. Os rácios escolhidos para análise são a Liquidez Geral e o Grau de Autonomia Financeira.

Liquidez Geral

A Liquidez Geral avalia a capacidade que a empresa tem de solver as suas obrigações correntes na medida em que relaciona o Ativo Corrente, ou seja, os recursos que são gerados no curto prazo, com o Passivo Corrente, que reflete os pagamentos a efetuar nos próximos meses. Na interpretação deste rácio, entende-se que este deve ser pelo menos igual a um, para que se verifique um equilíbrio financeiro mínimo, isto é para que o Ativo Corrente cubra o Passivo Corrente.

$$Liquidez\ Geral = \frac{Activo\ Corrente}{Passivo\ Corrente} \quad V$$

Grau de Alavanca Financeira

O Grau de Alavanca Financeira (GAF) traduz a capacidade da empresa de fazer face aos seus compromissos com encargos financeiros. Uma empresa pode ter uma estrutura financeira aparentemente equilibrada mas com uma rendibilidade que não lhe permite pagar os encargos financeiros referentes à dívida. Importa pois perceber se o endividamento está a ser ou não favorável à rendibilidade dos capitais próprios. Interpreta-se que quanto maior for o GAF

maior será o risco financeiro da empresa, pois o seu Resultado Operacional terá sido em grande parte absorvido pelos gastos financeiros.

$$\text{Grau de Alavanca Financeira} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Resultado Antes de Impostos}} \quad VI$$

Abaixo apresenta-se o Quadro 3 com o resumo dos rácios calculados.

	2006	2007	2008
Grau de Alavanca Financeira	1,31	-1,95	0,20
Liquidez Geral	0,42	0,55	0,54

Quadro 3 - Rácios de Liquidez e Risco de 2006 a 2008

Fonte: Elaboração própria

A interpretação de cada um dos rácios presentes no quadro supra apresentado é a seguinte:

Grau de Alavanca Financeira: Em 2006, o GAF é superior à unidade e, nesse sentido, interpreta-se que grande parte dos Resultados Operacionais foram absorvidos pelos gastos financeiros da empresa. Relativamente a 2007 e 2008, este rácio não pode ser interpretado, pois os resultados apresentados não refletem a realidade da MFE. Em 2007, esta situação acontece porque o RAI é negativo e o RO positivo, tornando assim o valor do rácio negativo e nesse sentido sem interpretação. Em 2008, o GAF não pode ser interpretado pois tanto o RO como o RAI apresentam valores negativos, tornando o rácio positivo mas distorcendo a sua interpretação de acordo com a Técnica dos Rácios Analíticos.

Liquidez Geral: A liquidez geral mantêm-se constante ao longo dos três anos. No entanto apresenta sempre valores insatisfatórios visto serem inferiores a um o que significa que o Passivo Corrente é superior ao Ativo Corrente.. O Ativo Corrente representa ao longo dos três anos sempre menos de 60% do valor do Passivo Corrente.

3.3.2.3 Rácios de Funcionamento

Os rácios de Funcionamento têm como objetivo analisar a eficiência das decisões na gestão dos recursos aplicados, dando a entender de que forma a empresa está a utilizar os seus recursos. Estes rácios apuram-se em termos de rotação ou em dias de funcionamento. Devem utilizar-se valores médios de balanço de forma a não serem afectados pelos valores acidentais em determinada data do Balanço. Os rácios escolhidos para análise são a Rotação do Ativo, a

Rotação dos Inventários, o Prazo Médio de Recebimento, e o Prazo Médio de Pagamento (PMP).

Rotação do Ativo

O rácio de Rotação do Ativo indica o grau de utilização dos ativos. Na sua interpretação entende-se que um valor muito elevado pode significar que a empresa está a trabalhar perto do limite da sua capacidade e que um valor muito reduzido revela ineficiência na gestão do Ativo.

$$\text{Rotação do Activo} = \frac{\text{Vendas e Prestação de Serviços}}{\text{Activo Médio}} \quad \text{VII}$$

Rotação dos Inventários

Este rácio evidencia os efeitos de gestão a nível do armazém, traduzindo a eficiência com que a empresa gere os armazéns e os inventários. Um rácio de rotação elevado releva eficiência na rotação dos stocks. No entanto, uma rotação muito alta pode também significar que a empresa está a perder vendas devido à falta de inventários ou que tem rupturas frequentes de *stocks*.

$$\text{Rotação de Inventários} = \frac{\text{CMVMC}}{\text{Inventários Médios}} \quad \text{VIII}$$

Prazo Médio de Recebimento

Este rácio mede a celeridade com que os clientes pagam as suas dívidas. Na sua interpretação, entende-se que um valor alto é desfavorável, enunciando falta de poder negocial da empresa face aos seus clientes.

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = \frac{\text{Saldo Médio de Clientes}}{\text{Vendas e Prestação de Serviços} * (1 + IVA_v)} \quad \text{IX}$$

Prazo Médio de Pagamento

O rácio PMP, mede a celeridade com que uma empresa paga as suas dívidas aos fornecedores. Assim, quanto mais baixo for o valor deste rácio menor é o grau de financiamento que o fornecedores fazem à exploração, o que pode ser consequência da falta de poder negocial de empresa com os seus fornecedores. Por outro lado, um valor muito

elevado deste rácio poderá também não ser favorável, dado que pode evidenciar dificuldades da empresa em satisfazer as suas obrigações.

$$\text{Prazo Médio de Pagamento} = \frac{\text{Saldo Médio de Fornecedores}}{\text{Vendas e Prestação de Serviços} * (1 + IVA_v)} \quad \text{X}$$

Abaixo apresenta-se Quadro 4 com o resumo dos rácios calculados.

	2006	2007	2008
Rotação do Ativo	-	1,00	0,93
Rotação de Inventários	-	3,27	2,92
Prazo Médio de Recebimento	-	52,84	53,46
Prazo Médio de Pagamento	-	114,21	122,04

Quadro 4 - Rácios de Funcionamento de 2006 a 2008

Fonte: Elaboração própria

Não foi possível o cálculo de nenhum dos rácios de funcionamento para o ano 2006, na medida em que em todos os rácios é necessária informação relativamente ao ano de 2005, informação essa não disponível na presente dissertação. A interpretação de cada um dos rácios presentes no quadro supra apresentado é a seguinte:

Rotação do Ativo: De 2007 para 2008 o Rotação do Ativo diminuiu ligeiramente, o que significa que a empresa diminuiu a eficiência na gestão dos seus Ativos.

Rotação de Inventários: De 2007 para 2008 a Rotação de Inventários também diminuiu ligeiramente. Esta diminuição interpreta-se da mesma forma que a diminuição na Rotação do Ativo. Entende-se, por conseguinte, que a empresa diminuiu a sua eficiência na gestão dos seus inventários.

Prazo Médio de Recebimento: Este rácio aumentou ligeiramente de 2007 para 2008, pelo que se conclui que a empresa perdeu poder negocial face aos seus clientes.

Prazo Médio de Pagamento: De 2007 para 2008 o PMP aumentou, o que significa que a empresa ganhou poder negocial face aos seus fornecedores. Este aumento pode também refletir uma maior dificuldade da empresa em fazer face às suas obrigações.

Não é possível interpretar o valor de um rácio de funcionamento como “bom” ou “mau”, na medida em que estes dependem dos objetivos da empresa, do tipo de empresa e sector, e de muitos outros fatores não apenas relacionados com o seu valor absoluto. Nesse sentido, na interpretação dos rácios anteriores é apenas dada uma ideia geral sobre a interpretação acerca a diminuição ou aumento de cada um com base na literatura sobre o tema, interpretando as várias variações como benéficas ou não. Assim, entende-se que a empresa diminuiu a sua eficiência na gestão dos seus inventários e dos seus ativos e que perdeu poder negocial junto dos seus clientes. O aumento do PMP deve-se provavelmente a uma maior dificuldade que a empresa teve em fazer face aos seus compromissos com fornecedores.

3.3.2.4 Rácios de Rendibilidade

Os rácios de Rendibilidade refletem a capacidade que a empresa tem de gerar resultados. Estes rácios são compostos por uma rubrica de resultados no numerador e no denominador por uma rubrica que possa ter estado na origem dos referidos resultados. Pretende-se com estes rácios quantificar:

- A capacidade das vendas de gerarem rendimento;
- A capacidade dos ativos em gerar rendimento; e
- A capacidade da empresa em remunerar os seus acionistas/sócios.

Os rácios escolhidos para análise são a Rentabilidade das Vendas, a Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade dos Capitais Próprios.

Rentabilidade das Vendas

O rácio de Rentabilidade das Vendas avalia a relação entre os resultados, - neste caso o RO e as Vendas e Prestação de Serviços -, analisando a contribuição das mesmas. Na interpretação deste rácio, entende-se que quanto mais elevado for melhor, pois maior será a contribuição das Vendas para o resultado que se pretende analisar.

$$\text{Rentabilidade das Vendas} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Vendas e Prestação de Serviços}} \quad XI$$

No presente estudo foram tidas em conta para o cálculo do rácio não só as Vendas mas também a Prestação de Serviços, na medida em que foi utilizada a rubrica de Vendas e Prestação de Serviços.

Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade Líquida do Ativo

Para calcular a Rentabilidade do Ativo podem ser utilizados dois rácios: o rácio da Rentabilidade do Ativo e o rácio da Rentabilidade Líquida do Ativo. No primeiro, utiliza-se o RADJI e a rentabilidade é estudada sem ter em conta a forma de financiamento do ativo. No segundo, é utilizado o RL e considera-se a estrutura de financiamento da empresa e os impostos (que estão dependentes dos encargos financeiros a pagar). Considera-se mais útil a utilização da Rentabilidade do Ativo, no sentido em que permite distinguir mais facilmente os resultados da atividade separadamente da atividade de financiamento (Sais, 1996)

$$\text{Rentabilidade do Activo} = \frac{\text{RADJI}}{\text{Activo}} \quad \text{XII}$$

Rentabilidade dos Capitais Próprios

O rácio de Rentabilidade dos Capitais Próprios é provavelmente o indicador de rentabilidade mais utilizado pelos analistas e mais referido pela literatura. Entende-se que o valor obtido através do rácio reflete a percentagem de lucro por cada euro investido.

$$\text{Rentabilidade do Capitais Próprios} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \quad \text{XIII}$$

Abaixo apresenta-se Quadro 5 com o resumo dos rácios calculados.

	2006	2007	2008
Rentabilidade das Vendas	0,12	0,02	-0,01
Rentabilidade do Ativo	0,17	0,10	0,05
Rentabilidade dos Capitais Próprios	0,50	-0,04	-0,18

Quadro 5- Rácios de Rentabilidade de 2006 a 2008

Fonte: Elaboração própria

A interpretação de cada um dos rácios presentes no quadro supra apresentado é a seguinte:

Rentabilidade das Vendas: Em 2006, a Rentabilidade das Vendas foi de 0,12, ou seja, as vendas contribuíram 12% para RO. Em 2007 e 2008, este valor diminuiu para zero, o que em teoria significa que a empresa não deveria ter realizado vendas nestes anos.

Rentabilidade do Ativo: de 2006 para 2008 a Rentabilidade do Ativo caiu mais de 50%, sendo que, apesar de ainda apresentar um valor positivo em 2008, este valor é muito reduzido: apenas 5%. Isto significa que, em 2008, por cada 1.000 euros de Ativo investido a empresa gera apenas 50 euros de lucro.

Rentabilidade dos Capitais Próprios: Em 2006, este rácio era de 50%, ou seja, por cada 1.000 euros de Capital de Próprio a empresa gera 500 euros de lucro por ano, valor bastante satisfatório. No entanto, nos dois anos seguintes este rácio caiu drasticamente para valores negativos, o que significa que a empresa não estava a conseguir remunerar os seus acionistas. Em 2006, a Rentabilidade dos Capitais Próprios foi elevada devido a um acentuado aumento na rubrica Outros Rendimentos e Ganhos.

Apesar de não ser possível interpretar todos os rácios devido à situação atípica da MFE (caso do rácio de GAF), foi possível, recorrendo aos restantes, traçar uma imagem geral da situação económico-financeira da empresa.

De 2006 a 2008, grande parte dos indicadores manteve valores insatisfatórios ou evoluiu desfavoravelmente. Resumidamente a situação da empresa foi a seguinte:

- As Vendas e Prestação de Serviços diminuíram e os CMVMC e os Gastos com Pessoal aumentaram;
- A empresa financiou-se ao longo dos três anos maioritariamente através de Capitais Alheios de curto prazo;
- O Ativo Corrente ao longo dos três anos nunca foi suficiente para cobrir o Passivo Corrente;
- Todos os rácios de funcionamento, excepto o PMP, pioraram, sendo que a empresa ficou mais ineficiente na gestão dos seus ativos e inventários e perdeu poder negocial na relação com os seus clientes;
- No que respeita à rentabilidade, todos os rácios calculados pioraram ao longo dos três anos, sendo que a Rentabilidade das Vendas passou a ser zero e a empresa deixou de conseguir remunerar os seus acionistas.

Cumulativamente com a situação *supra* apresentada, existiu uma forte pressão dos fornecedores se ressarcirem dos seus créditos, o que levou a uma ruptura no abastecimento de madeira e à consequente paralisação total da fábrica. Num primeiro momento a paralisação

afectou apenas uma das linhas de produção, mas no início de 2009 verificou-se uma paralisação total.

A MFE esgotou assim a sua capacidade financeira, tendo-se tornado impossível garantir o pagamento aos seus credores, fornecedores e trabalhadores. Ainda na esperança de ultrapassar a situação, a administração procurou ajuda junto das várias entidades financeiras, públicas e privadas, mas não existiram condições para a continuar a atividade.

Na sequência dos acontecimentos referidos, a empresa enfrentou, no início de 2009, um processo de insolvência, em resultado da situação incumprimento da maioria das suas obrigações. No decorrer deste processo, surgiu por parte da BME, SCR, o interesse de, através do seu Fundo de Recuperação de empresas, colaborar com a MFE na elaboração de um Plano de Insolvência, com o objetivo de a empresa voltar a apresentar condições para retomar a sua atividade.

3.4 A Intervenção do Capital de Risco

3.4.1 Operações de Reestruturação Financeira

Neste ponto apresentam-se as operações de reestruturação financeira de maior relevo para a MFE, nas quais existiu a intervenção do Fundo de Recuperação de Empresas, e estuda-se o reflexo contabilístico das mesmas no Ativo e no Passivo.

Como foi referido anteriormente, a MFE enfrentou um processo de insolvência devido ao não pagamento das dívidas que tinha para com os seus credores.

O Quadro 6 apresenta algumas dessas dívidas, mais precisamente os Financiamentos Obtidos, presentes no Balanço de 2009.

	Não Corrente	Corrente	Total
Empréstimos Bancários (MLP)	3.452.931	973.886	4.426.817
Locações Financeiras	0	899.351	899.351
Outros Empréstimos	0	83.805	83.805

(valores em euros)

Quadro 6 - Financiamentos Obtidos em 2009

Fonte: Elaboração própria

3.4.1.1 Transferência de Créditos Bancários

- Descrição da operação

Os Empréstimos Bancários de médio/longo prazo *supra* apresentados diziam respeito a dívidas para com duas entidades bancárias, a entidade A e a entidade C⁹. Em Julho de 2010, o valor dos referidos empréstimos foi transferido para a Sociedade B¹⁰ em 43% do valor em dívida no final do exercício de 2009, sendo que os restantes 57% foram objeto de um perdão de dívida.

Importa sublinhar que a Sociedade B é uma sociedade participada pelo Fundo de Recuperação, representando assim a intervenção do mesmo.

⁹ Por uma questão de confidencialidade serão utilizados os nomes fictícios de Entidade A e Entidade C.

¹⁰ Por uma questão de confidencialidade será utilizado o nome fictício de Sociedade B.

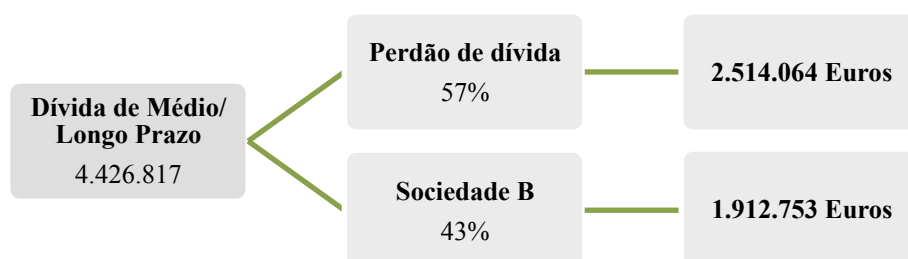


Figura 3 – Operação de transferência dos créditos bancários
Fonte: Elaboração Própria

- Tratamento contabilístico

O tratamento contabilístico desta operação enquadra-se na Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF) 27. Esta norma tem por base as Normas Internacionais de Contabilidade *IAS 32 – Instrumentos Financeiros: Apresentação*, *IAS 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração* e a *IFS 7 – Instrumentos Financeiros: Divulgação de Informações* e tem por objetivo prescrever o tratamento contabilístico de instrumentos financeiros, bem como os respectivos requisitos de apresentação e divulgação. Nesta norma enquadram-se todos os instrumentos financeiros, salvo algumas exceções presentes na mesma, não se enquadrando as dívidas da empresa MFE em nenhuma dessas exceções.

No que respeita ao tratamento contabilístico, a questão fundamental desta operação refere-se ao desreconhecimento de um Passivo Financeiro referente à dívida. Por desreconhecimento entende-se a remoção de um ativo ou passivo financeiro anteriormente reconhecido no Balanço. De acordo com o parágrafo 33 da NCRF 27, a entidade deve desreconhecer um Passivo Financeiro (ou parte de um Passivo Financeiro) quando este se extinguir, ou seja, quando a obrigação estabelecida no contrato é liquidada, cancelada ou expirada. Assim, conforme o presente na norma, a MFE desreconheceu as dívidas para com as entidades bancárias A e C visto a obrigação estabelecida no contrato ter sido liquidada pela Sociedade B.

A empresa ficou com o valor de 1.912.753 euros em dívida para com a Sociedade B, valor esse que passou a constar da rubrica Outras Contas a Pagar, do Balanço.

3.4.1.2 Compra de Créditos Referentes a Locações Financeira

- Descrição da operação

Outra das operações em que o Fundo de Recuperação interveio, foi a aquisição por parte da Sociedade B da dívida referente a locações financeiras que a empresa tinha para com as entidades bancárias A e C. Assim, no exercício de 2010, foi reconhecido um perdão de dívida de cerca 47%, sendo que os restantes 53% correspondentes ao saldo de 477.134 euros foram transferidos para a Sociedade B.

- Tratamento contabilístico

O tratamento contabilístico desta operação enquadra-se na mesma NCRF da operação referida no ponto anterior, ou seja, na NCRF 27 parágrafo 33. Existe por parte da MFE o desreconhecimento dos Passivos Financeiros referentes a este financiamento na medida em que foi liquidada pela Sociedade B a obrigação estabelecida no contrato para com o as entidades bancárias A e C.

A empresa ficou com o valor de 477.134 euros em dívida para com a Sociedade B, valor esse que tal como a dívida relativa à compra de créditos bancários passou a constar da rubrica Outras Contas a Pagar, do Balanço.

3.4.1.3 Compra de Dívida de Créditos de Cobrança Duvidosa

O Fundo de Recuperação não agiu apenas no sentido de diminuir o Passivo da empresa. Outra operação realizada foi a aquisição pela Sociedade B de parte da dívida que a WOD, acionista maioritário da MFE, tinha para com a mesma. Analisando a operação percebe-se que o seu impacto foi uma variação no Ativo (Balanço) e na Demonstração de Fluxos de Caixa (DFC).

	2009	2010
Acionistas	4.832.138	2.632.006

(valores em euros)

Quadro 7 - Rubrica Acionistas em 2009 e 2010

Fonte: Elaboração própria

A rubrica Acionistas no Ativo da empresa em 2009 era composta em parte por dívidas de cobrança duvidosa que a WOD tinha para com a MFE. Com a compra dessas dívidas pelo

Fundo de Recuperação, a MFE encaixou 2.200.132 euros, valor refletido na DFC conforme se apresenta no Quadro 8.

	2009	2010
Recebimentos Provenientes de Outros Ativos	-	2.200.132

(valores em euros)

Quadro 8 - Rubrica Recebimentos Provenientes de Outros Ativos da DFC no ano de 2009 e 2010
Fonte: Elaboração própria

- Tratamento Contabilístico

O tratamento contabilístico desta operação enquadra-se na mesma NCRF das operações anteriores, ou seja, a NCRF 27. No entanto, trata-se nesta situação do desreconhecimento de um Ativo Financeiro. Esta norma trata do desreconhecimento de Ativos Financeiro nos parágrafos 30 a 32 e prevê que a entidade possa desconhecer um ativo financeiro apenas quando:

- Os direitos contratuais aos fluxos de caixa resultantes do ativo financeiro expiram; ou
- A entidade transfere para outra parte todos os riscos significativos e benefícios relacionados com o ATF; ou
- A entidade, apesar de reter alguns riscos significativos e benefícios relacionados com o Ativo, tenha transferido o controlo do ativo para uma outra parte e esta tenha a capacidade prática de vender o ativo na sua totalidade a uma terceira parte não relacionada e a capacidade de exercício dessa capacidade unilateralmente sem necessidade de impor restrições adicionais à sua transferência. Se tal for o caso a entidade deve:
 - Desreconhecer o Ativo; e
 - Reconhecer separadamente qualquer direito e obrigação criada ou retida na transferência.

Entende-se nesta operação a MFE transferiu para a Sociedade B todos os riscos significativos e benefícios relacionados com o ativo financeiro e nesse sentido a empresa deve desreconhecer os 2.200.132 euros referidos anteriormente.

3.4.1.4 Operação com o Fundo Imobiliário Especial de Apoio às Empresas

- Descrição da operação

Para melhor compreender esta operação, é importante que se perceba o que é o Fundo Imobiliário Especial de Apoio às Empresas (FIEAE).

Este fundo foi criado pelo governo em 2009 e é gerido pela TF Turismo Fundos – SGFII, SA. Está “*especialmente vocacionado para a aquisição de imóveis integrados no património de empresas como forma de dotação destas mesmas empresas de recursos financeiros imediatos, normalmente acompanhada da reserva da utilização e direito ou obrigação de recompra desses mesmos imóveis pelas empresas transmitentes...*”. O FIEAE pretende apoiar PMEs que ultrapassem dificuldades financeiras mas que ainda assim sejam consideradas economicamente viáveis, dotando estas empresas de liquidez financeira imediata.

A MFE pretendia realizar com o referido fundo uma operação de *sale and lease back* com o objetivo de gerar liquidez para a empresa. No entanto, devido às dívidas para com as instituições bancárias *supra* referidas e ainda para com a Segurança Social, a grande maioria dos imóveis encontravam-se hipotecados. Nesse sentido, para libertar os imóveis daqueles ónus foi renegociada a dívida para com a Segurança Social e foram realizadas as operações descritas no ponto 3.4.1.1 e 3.4.1.2 mediante as quais o Fundo de Recuperação comprou as dívidas da MFE com a finalidade de assim libertar as hipotecas sobre os imóveis.

Analisando o Relatório e Contas de 2010 da MFE, percebemos que esta operação ainda não foi realizada, no entanto, consta do Plano de Insolvência apresentado.

- Tratamento Contabilístico

A empresa pretendia com esta operação financiar-se, dando o imóvel como “garantia”. Esta operação consubstancia uma venda seguida de uma locação e deverá ser contabilizada de acordo com a NCRF 9.

A NCRF 9 trata de locações¹¹ e tem como objetivo prescrever para locatários e locadores, as políticas contabilísticas e as divulgações apropriadas a aplicar em operações de locação financeira e operacional.

¹¹ Por locação entende-se o acordo pelo qual o locador transmite ao locatário, em troca de um pagamento ou de uma série de pagamentos o direito de usar o ativo por um período de tempo acordado.

As operações de venda seguidas de locação são tratadas nos parágrafos 50 a 59 da NCRF 9 e o seu reconhecimento e divulgação depende do tipo de locação envolvido.

No caso da operação com o FIFEAE não é possível afirmar com segurança qual o tipo de locação (financeira ou operacional), pois à data da presente dissertação ainda não se encontra formalizado o contrato e nesse sentido não é possível saber qual o tratamento contabilístico deverá ser dado à operação em causa.

3.4.2 Reflexo das Operações de Reestruturação Financeira no Passivo

As operações descritas no ponto anterior são aquelas em que a intervenção do CR que mais alterou o Passivo, conforme se evidencia:

	2009	2010	Variação	
Passivo Não Corrente				
Financiamentos Obtidos	3.452.931	873.524	-2.579.407	-75%
Passivo Corrente				
Financiamentos Obtidos	1.957.044	83.805	-1.789.432	-96%
(valores em euros)				

Quadro 9- Rubrica de Financiamentos Obtidos de 2009 a 2010

Fonte: Elaboração própria

O valor de 3.452.931 euros da rubrica Financiamentos Obtidos no Passivo Não Corrente em 2009 corresponde ao total aos empréstimos bancários de médio/longo prazo para com as entidades bancárias A e C, liquidados na totalidade pela Sociedade B com o correspondente perdão de dívida mencionado anteriormente. Já o saldo de 2010 é o valor em dívida que a empresa tem para com o Fundo de Recuperação referente à aquisição dos créditos da DP. Assim a rubrica do Passivo Não Corrente, Financiamentos Obtidos, diminuiu cerca de 75% o correspondente a 2.579.407 euros.

A diminuição da rubrica de Financiamentos Obtidos do Passivo Corrente é justificada pelo desreconhecimento do Passivo referente ao valor em dívida das locações financeiras no valor de 899.351 euros operação descrita no ponto 3.4.1.2.

A diminuição do saldo das rubricas de Financiamentos Obtidos teve um forte impacto na redução do Passivo. No entanto, importa perceber que a parte do valor dívidas que não

beneficiou do perdão de dívida foi transferido para a rubrica Outras Contas a Pagar referente à obrigação para com a Sociedade B.

De acordo com o Relatório e Contas da MFE esta rubrica inclui também o valor de créditos que alguns fornecedores tinham sobre a empresa e que foram adquiridos pela dita sociedade e, ainda, o IVA correspondente ao perdão da dívida dos fornecedores no âmbito do Plano de Insolvência. A rubrica Outras Contas a Pagar aumentou de 2009 para 2010 cerca de 60%, ou seja, 3.521.729 euros.

	2009	2010	Variação	
Passivo Corrente				
Outras Contas a Pagar	2.322.944	5.844.673	3.521.729	60%
(valores em euros)				

Quadro 10 – Rubrica Outras Contas a Pagar de 2009 a 2010
Fonte: Elaboração própria

Na sequência das operações com o Fundo de Recuperação, o Passivo diminuiu para menos de metade, sendo em 2010 de 9.901.428 euros, conforme figura no **Quadro 11**.

	2009	2010	Variação	
Passivo	20.250.545	9.901.428	-10.349.117	51%
(valores em euros)				

Quadro 11 – Variação do Passivo de 2009 a 2010
Fonte: Elaboração própria

Importa também salientar que as rubricas referentes aos Financiamentos Obtidos diminuíram em muito o seu peso no Passivo da empresa em 2010. Os Financiamentos Obtidos em conjunto, ou seja, no que respeita ao Passivo Corrente e ao Passivo Não Corrente representavam 27% do valor do Passivo da MFE, sendo que em 2010 passaram a representar apenas 7%.

	2009	2010	Variação
Passivo não corrente			
• Peso dos Financiamentos obtidos no Passivo	0,17	0,06	-66%
Passivo corrente			
• Peso dos Financiamentos obtidos no Passivo	0,10	0,01	-95%
• Peso de Outras contas a pagar no Passivo	0,11	0,59	415%

Quadro 12 – Variação do peso da rubrica de Financiamentos Obtidos no Passivo de 2009 a 2010

Fonte: Elaboração própria

Em suma, através da intervenção do Fundo de Recuperação o peso dos Financiamentos Obtidos no Passivo de MFE diminuiu significativamente aliviando assim a pressão sobre a empresa. No entanto a dívida para com a MFE foi contabilizada na rubrica Outras Contas a Pagar aumentando significativamente o valor da mesma no Passivo da empresa.

3.4.3 Reflexo das Operações de Reestruturação Financeira no Ativo

A intervenção do Fundo de Recuperação também se refletiu no Ativo através da compra dos créditos que a MFE detinha sobre a WOD, operação descrita no ponto 3.4.1.3.

	2009	2010	Variação
Acionistas	4.832.138	2.632.006	2.200.132
			-46%

(valores em euros)

Quadro 13 – Variação da rubrica Acionistas de 2009 a 2010

Fonte: Elaboração própria

A rubrica “Acionistas” no Ativo Não Corrente diminuiu cerca de 46% relativamente a 2009. A diminuição desta rubrica justificou grande parte da diminuição do valor do Ativo, que de 2009 para 2010 diminuiu 4.234.782 euros, ou seja, cerca de 22% relativamente a 2009, conforme apresenta o Quadro 14.

	2009	2010	Variação
--	------	------	----------

Ativo	19.214.795	14.980.013	22%
-------	------------	------------	-----

(valores em euros)

Quadro 14 – Variação do Ativo de 2009 a 2010

Fonte: Elaboração Própria

3.4.4 As Operações de Gestão

Grande parte das operações de gestão planeadas para a MFE surgiram integradas no plano de intervenção da SCR para a empresa. Esta, pela maior experiência na gestão da reestruturações e recuperações de empresa, e após analisar a situação da MFE planeou uma série de medidas que pretendiam otimizar a situação da mesma.

Em primeiro lugar e para que a MFE fosse economicamente viável era necessário um redimensionamento, ou seja, era aconselhável adaptar a produção da MFE à procura pelos seus produtos. Nesse sentido foram tomadas algumas medidas de gestão que, embora não tenham tido a participação direta do Fundo de Recuperação, importam para compreender algumas variações nas contas da empresa. Estas variações serão sucintamente explicadas ao longo deste ponto.

Foi num primeiro momento efectuada uma reestruturação operacional que passou pela utilização alternada das duas linhas de produção da MFE, que anteriormente funcionavam em simultâneo. A BME Capital pretendia com esta medida que ficasse garantida a capacidade instalada de produção de cerca de 40 000 toneladas/ano, e também que se assegure a alternância entre as duas linhas existentes. A referida alternância é importante na medida em que possibilita a gestão da manutenção das linhas de uma forma proactiva (ciclos de funcionamento mensais).

Esta medida refletiu-se numa redução das vendas visto a produção da MFE também ter diminuído, adequando-se assim os níveis de produção à procura que a empresa previa ter.

A utilização alternada das duas linhas de produção levou a que fosse necessária uma reestruturação nos recursos humanos, visto que sem as linhas de produção a funcionarem em simultâneo não seriam necessários os 250 trabalhadores que a empresa tinha por sua conta. Assim, constava do Plano de Insolvência a intenção de reduzir número de trabalhadores para 105. De acordo com o Relatório e Contas de 2010 o número médio de trabalhadores na empresa em 2009 foi de 225, sendo que em 2010 passou a 108. Apesar de o valor das indemnizações ter aumentado de 343.136 euros para 953.481 euros na sequência do

despedimento de mais de metade dos trabalhadores, o impacto sobre as contas foi de uma redução da rubrica da DR Gastos com Pessoal de 3.847.777 euros em 2009 para 1.301.414 euros em 2010.

A SCR que interveio na MFE, ou seja a BME, planeou o lançamento de um projeto de análise de custos e margens com o objetivo de desenhar um sistema de custeio eficaz para a MFE.

No referido Plano de Insolvência constava ainda a intenção de reestruturar as funções comerciais, de qualidade, higiene e de segurança no trabalho da MFE, passando estas a ser realizadas pela WOD. Esta reestruturação passava pela implementação de um sistema de controlo da qualidade e pela optimização da gestão do cliente, sendo objetivo do plano delineado que o acesso direto aos clientes finais.

Com o contributo destas medidas, a empresa pretendia adequar a produção à procura, reduzir custos e aumentar a sua eficiência e eficácia na gestão da sua atividade, na qualidade do seu produto e na relação com os seus clientes.

3.5 Evolução da Situação Económico-Financeira de 2006 a 2010

3.5.1 Dados Gerais

Na sequência do redimensionamento e da paragem na produção ao longo de parte de 2009 e em 2010, o volume de Vendas e Prestação de Serviços nestes dois anos foi substancialmente inferior aos anos anteriores. O mesmo sucedeu ao valor dos gastos nos quais a empresa incorreu. Não obstante, continua a ser pertinente analisar a evolução dos vários Resultados Financeiros da empresa ao longo dos cinco anos em estudo.



(valores em euros)

Gráfico 8 - Evolução do RADJI e do RL de 2006 a 2010

Fonte: Elaboração própria

De acordo com o Gráfico 8 percebe-se que tanto o RADJI como o RL diminuíram significativamente até 2009. O RL apresentava, em 2006, o valor de 2.044.801 euros sendo que em 2009 este valor caiu para -5.581.474 euros. Após a intervenção do CR em 2010, o RL aumentou significativamente apresentando um valor de 6.114.335 euros. Este aumento foi devido sobretudo a duas rubricas: Outros Rendimentos e Ganhos e Juros e Gastos Similares Suportados.

	2006	2007	2008	2009	2010
Outros rendimentos e ganhos	3.609.948	1.372.001	1.578.519	1.643.416	10.662.981
Juros e Gastos Similares Suportados	-659.360	-743.051	-857.026	-355.830	-25.096

(valores em euros)

Quadro 15 - Evolução das rubricas Outros Rendimentos e Ganhos e Juros e Gastos similares de 2006 a 2010

Fonte: Elaboração própria

A rubrica Outros Rendimentos e Ganhos aumentou na sequência:

- Do perdão da dívida bancária no valor de 2.932.750 euros (referentes às operações analisadas nos pontos 3.4.1.1 3.4.1.2); e
- Do perdão da dívida a fornecedores no valor correspondente a 7.357.300 euros.

A rubrica Juros e Gastos Similares Suportados diminuiu significativamente devido ao desreconhecimento da dívida bancária.

3.5.2 Análise de Rácios

Pretende-se neste ponto compreender a evolução dos rácios já calculados e explicados no ponto 3.3.2 resumindo a evolução de cada um e o impacto da intervenção do CR.

3.5.2.1 Rácios de Estrutura e de Endividamento

No ponto 3.3.2.1 estudou-se a evolução dos diversos rácios de Estrutura e de Endividamento de 2006 a 2008. Neste ponto apresenta-se a sua evolução até 2010. Pretende-se analisar a situação económico-financeira da MFE após as diversas operações com o Fundo de Recuperação mencionadas no ponto 3.4.1.

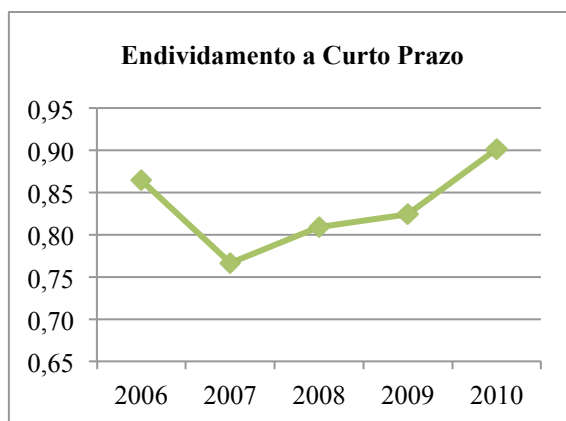


Gráfico 9 - Evolução do rácio de Endividamento de Curto Prazo de 2006 a 2010
Fonte: Elaboração Própria

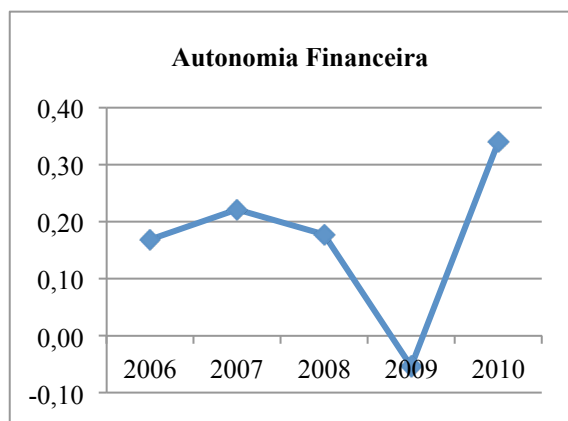


Gráfico 10 - Evolução do rácio de Autonomia Financeira de 2006 a 2010
Fonte: Elaboração própria

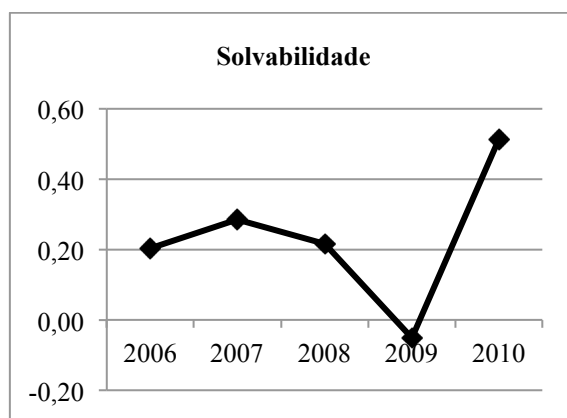


Gráfico 11 - Evolução do rácio de Solvabilidade de 2006 a 2010

Fonte: Elaboração própria

No que respeita à estrutura do endividamento, apresenta-se o Gráfico 9 referente ao Endividamento de Curto Prazo e, conforme se pode verificar, este rácio apresentou valores elevados ao longo dos cinco anos em estudo. O Passivo Corrente representou sempre mais de metade do Passivo Total sendo que, em 2010, este valor ascendia a 90%, - o que relativamente a 2006 representa uma subida de cerca 4%. Da evolução deste rácio pode apenas concluir-se que, de 2006 a 2010, a pressão sobre a tesouraria foi sempre elevada.

Analisando a Autonomia Financeira, percebemos que este rácio variou significativamente ao longo do período em estudo. Em 2006, o Capital Próprio representava 17% do Ativo, aumentando para 34% em 2010, ano em que o valor da AF foi o mais elevado. Este aumento aconteceu na sequência das operações com o Fundo de Recuperação, o aumento da rubrica da DR Outros Rendimentos e Ganhos e a diminuição da rubrica relativa a Juros e Gastos Similares aumentaram significativamente o Resultado Líquido que consequentemente aumentou o Capital Próprio da MFE. Para além deste aumento do Capital Próprio existiu também uma redução no Ativo conforme o presente no ponto 3.4.3, na sequência da operação desreconhecimento de parte das dívidas da WOD para com a MFE. As operações com o Fundo de Recuperação que levaram à alteração na estrutura de Balanço da MFE justificaram o aumento significativo deste rácio.

O último gráfico trata a evolução do rácio de Solvabilidade de 2006 a 2010. Analisado o gráfico, percebe-se que o valor do Capital Próprio foi ao longo deste período sempre inferior ao valor do Passivo. No entanto, em 2010 existiu uma recuperação significativa relativamente aos anos anteriores. Em 2006, o Capital Próprio representava apenas 20% do valor do Passivo, aumentando para 60% em 2010. Mais uma vez, esta recuperação deve-se em grande parte às operações com o Fundo de Reestruturação, que aumentaram o valor do Capital Próprio através do aumento do Resultado Líquido referido anteriormente. Deve-se ainda à

redução do valor do Passivo através das operações estudadas no ponto 3.4.2. A queda de 52% no Passivo de 2009 para 2010 justificou também o aumento do rácio de Solvabilidade.

Em suma, no que respeita aos rácios de Estrutura e de Endividamento, as operações relativas à intervenção do CR melhoraram significativamente a situação financeira da MFE, aumentando a proporção do Capital Próprio relativamente ao Ativo e Passivo. Quanto à estrutura do Passivo a situação inicial manteve-se, continuando o Passivo Corrente a representar a maioria do Passivo Total da MFE.

3.5.2.2 Rácios de Liquidez e Risco

No ponto 3.3.2.2 analisam-se os rácios de Liquidez e Risco no período de 2006 a 2008. , Neste ponto, à semelhança do ponto anterior, é estudada a sua evolução nos cinco anos relativos a este estudo empírico, ou seja, de 2006 a 2010. Pretende-se assim tentar compreender mais uma vez a influência das operações relacionadas com o CR na evolução do rácio de Liquidez Geral e no GAF.

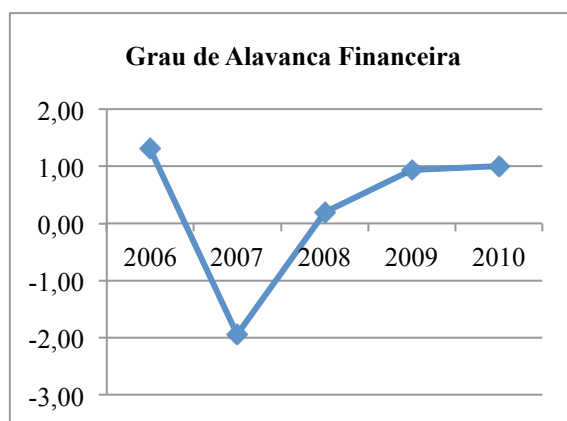


Gráfico 12 - Evolução do rácio de Grau de Alavanca Financeira de 2006 a 2010
Fonte: Elaboração própria

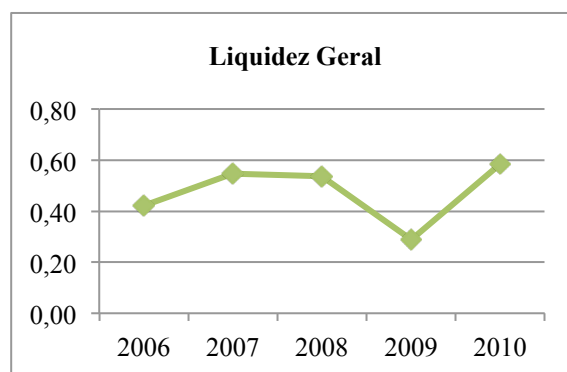


Gráfico 13 - Evolução do rácio de Liquidez Geral de 2006 a 2010
Fonte: Elaboração própria

O GAF, não pode ser interpretado, pois tanto o RO como o RAI apresentam valores negativos em alguns anos, distorcendo as conclusões possíveis. No entanto, o ano de 2006 e o ano de 2010 não se tratam de anos atípicos, podendo nesse sentido ser interpretados. Com efeito, de 2006 para 2010 o GAF diminuiu de 1,31 para 1 o que significa que o risco financeiro da MFE diminuiu e que a proporção de RO absorvida pelos gastos financeiros também foi mais reduzida.

No que respeita à Liquidez Geral, percebemos que a intervenção do Fundo de Recuperação inverte a queda relativa a 2009, pois este rácio passa de um valor de 0,29 para 0,58. Assim sendo, o Ativo Corrente passa a representar 58% do Passivo Corrente, sendo o valor mais alto no período em estudo. Não obstante o facto de continuar a ser um valor insatisfatório, na medida em que significa que o Ativo Corrente da MFE não cobre o seu Passivo Corrente, é de salientar uma melhoria significativa. Esta variação é mais uma vez justificada pela diminuição na rubrica Financiamentos Obtidos referente à operação referida nos pontos 3.4.1.1 e 3.4.1.2.

3.5.2.3 Rácios de Funcionamento

Os rácios de funcionamento apresentam grandes variações em 2009 e 2010 devido à situação atípica da MFE. A fábrica da empresa esteve encerrada em parte de 2009 e em 2010, e, consequentemente, a produção de Platex esteve parada. Nesse sentido, não é pertinente interpretar rácios que dizem diretamente respeito à atividade produtiva da empresa e à eficiência com que esta gere os seus ativos, inventários e a relação com os seus clientes e fornecedores. A comparação relativamente aos anos de 2007 e 2008 calculados no ponto 3.3.2.3 deverá ser feita com 2011, ano em que a empresa retomou a sua atividade normal.

3.5.2.4 Rácios de Rentabilidade

Os rácios de Rentabilidade da MFE, de 2006 a 2008, foram estudados no ponto 3.3.2.4. Neste ponto, à semelhança na análise feita anteriormente, pretende-se compreender a evolução dos mesmos de 2006 a 2010 e o impacto das operações de reestruturação financeira já referidas.

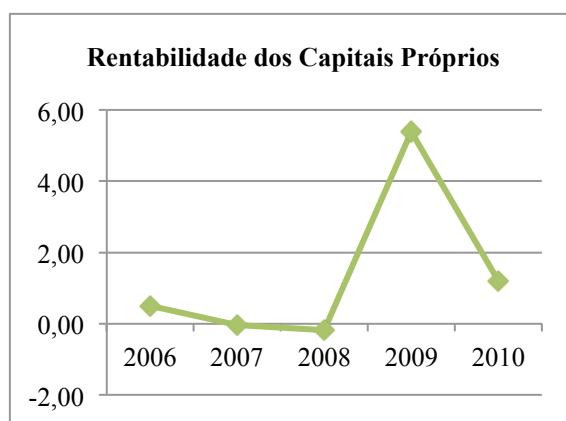


Gráfico 14 - Evolução do rácio de Rentabilidade dos Capitais Próprios de 2006 a 2010
Fonte: Elaboração própria

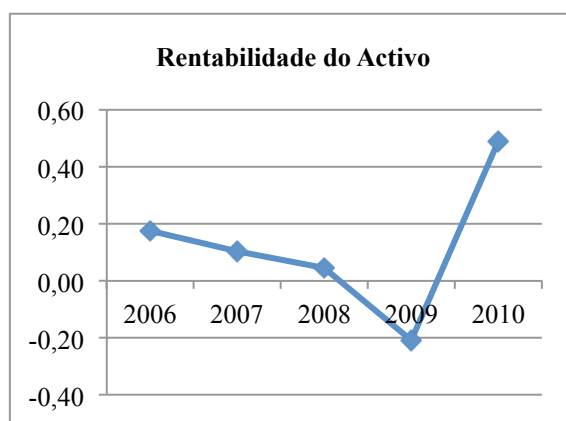


Gráfico 15 - Evolução do rácio de Rentabilidade do Ativo de 2006 a 2010
Fonte: Elaboração própria

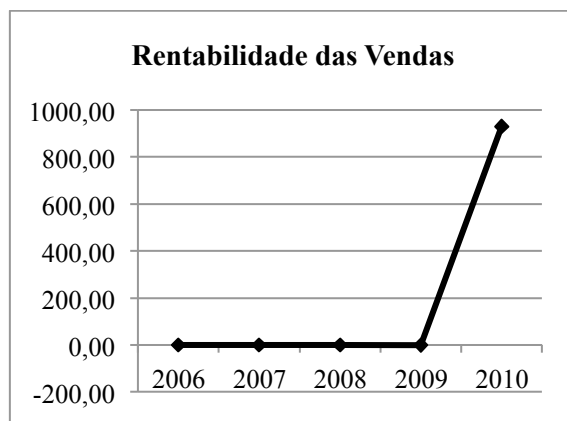


Gráfico 16 - Evolução do rácio de Rentabilidade das Vendas de 2006 a 2010

Fonte: Elaboração própria

No que respeita à Rentabilidade dos Capitais Próprios verificou-se uma evolução favorável relativamente a 2006, passando de um valor de 0,50 para 1,20. Assim sendo, se em 2006 a empresa por cada 1000 euros de Capital Próprio gerava 500 euros de lucro, em 2010 pelos mesmos 1000 euros passou a gerar 1200 euros de lucro.

A Rentabilidade do Ativo também apresentou uma evolução favorável visto ter aumentado para mais de metade relativamente a 2006, sendo que nesse ano apresentava um valor de 18% e em 2010 aumentou para 49%.

No que concerne à Rentabilidade das Vendas, este é mais um dos rácios que perde significado nos anos de 2009 e 2010. Na sequência da paralisação na produção, estes anos são anos atípicos no que respeita às Vendas, e os Resultados da MFE são afectados por Outros Rendimentos, que não são comparáveis relativamente a anos anteriores na medida em que não refletem o normal funcionamento da empresa.

Em suma, e no que respeita aos Rácios de Rentabilidade, pode-se afirmar que a intervenção do Fundo de Recuperação contribuiu de forma positiva tanto para o RCP como para a Rentabilidade do Ativo.

3.6 As Limitações da Análise de Rácios

A técnica de Análise Financeira escolhida na presente dissertação foi a Técnica dos Rácios Analíticos. Importa portanto referir as limitações da mesma, de forma a compreender que os valores calculados não apresentam conclusões absolutas acerca da situação da empresa. De acordo com Neves (2009), são de referir as seguintes limitações:

- Os rácios tratam apenas dados quantitativos, não tendo em consideração fatores qualitativos como a ética, a motivação, a qualidade dos gestores, etc. No âmbito do presente estudo esta limitação é pertinente pois nesta análise não é considerada a situação de instabilidade que a empresa enfrentou, por exemplo, ao nível da negociação com os seus funcionários. Um processo de insolvência raramente é uma situação pacífica e o despedimento de um grande número de pessoas engloba problemas de ética e motivação de difícil quantificação.
- As decisões de curto prazo podem afectar profundamente os documentos financeiros e os rácios que lhes são inerentes (exemplo: a venda intempestiva de inventários à data do Balanço). Todas as situações abordadas na presente tese irão refletir-se a médio/longo prazo nos documentos financeiros da MFE.
- A comparação de rácios entre empresas do sector, ou com médias do sector, pode ser falseada pelas diferenças das práticas contabilísticas das empresas. Apesar da normalização, existem algumas liberdades em termos de critérios de amortização, provisão e mensuração dos inventários bem como de considerações de gasto ou de investimentos, sobretudo os intangíveis. Esta limitação não se considera no caso do presente estudo pois os rácios calculados não têm como objetivo a comparação com outras empresas mas sim a análise temporal.
- Não existe uma definição normalizada a nível nacional e muito menos internacional de cada rácio. Assim, dois analistas podem calcular um mesmo rácio para a mesma empresa com valores diferentes. Tudo depende das reclassificações que cada um faça e da forma como construa esse rácio. Esta limitação não existe na presente dissertação pois os rácios calculados não têm como objetivo a comparação com rácios relativos a outro analista ou empresa e no período temporal em que é feita a comparação a fórmula de cálculo utilizada foi sempre a mesma.
- A contabilidade é feita aos custos históricos, pelo que a inflação verificada na economia afecta de formas diferentes as empresas. Além disso a comparação entre diferentes

períodos também é afectada. Mais uma vez, e na medida em que não é intenção do Estudo Empírico elaborado comparar empresas, esta limitação não se impõe. No entanto, a inflação afecta a comparação entre os diversos períodos estudados, mas será por uma questão de simplificação ignorada, não se considerando o seu impacto relevante para o objetivo do estudo.

- O apuramento de um valor para um rácio individualizado não diz nada ao analista. O rácio mais adequado (ideal) para uma empresa específica está dependente do estado da economia em que se insere, da indústria em que trabalha e da estratégia seguida pela gestão. Conclusões do tipo “o valor deste rácio é bom e daquele é mau” são infundadas devendo o rácio tem de ser analisado no seu contexto. Ao longo do Estudo Empírico apresentado existe o cuidado de interpretar os rácios sobretudo de acordo com a sua evolução, não catalogando um determinado valor como mau ou bom para tentando perceber qual a interpretação do mesmo no contexto da situação da MFE.
- A análise de rácios baseada em dados publicados e a sua comparação com a empresa assenta na pesquisa de conhecimento sobre o passado. O analista interessado no futuro deve pressupor que as conclusões do sobre o passado refletem necessariamente a situação atual ou futura. Deve, nesse caso, procurar obter dados do plano da respectiva empresa. Esta limitação não se aplica pois não é intenção da presente dissertação prever a situação futura da MFE mas sim comparar a situação pré e pós entrada do Capital de Risco.

Em suma, as conclusões e interpretações efectuadas devem ser lidas e consideradas atendendo às limitações da técnica utilizada. Não obstante, a maioria das limitações não se aplica ao Estudo Empírico.

No âmbito da presente dissertação importa ainda referir outras limitações sentidas na interpretação dos rácios calculados:

- A MFE apresenta valores atípicos em alguns dos anos. A empresa ao enfrentar dificuldades financeiras apresentou resultados negativos em 2008 e 2009 o que distorceu a interpretação de alguns rácios. Esta limitação é referida na análise de cada um dos rácios em questão; e
- A MFE não manteve a sua atividade continuamente, tendo parado a produção em parte de 2009 e 2010 e, nesse sentido, os rácios de funcionamento não devem ser interpretados, na medida em que não refletem a situação de normal funcionamento.

CAPÍTULO 4

Conclusões

4 Conclusões

Na presente dissertação, foi estudada a intervenção do Capital de Risco na empresa MFE. Apesar de através de um único caso ser incorreto retirar conclusões gerais e extrapolar o tipo de intervenção para outras empresas, percebe-se que muitos dos pontos abordados na abordagem teórica ao tema do *Turnaround*, se verificaram no caso prático estudado.

Na abordagem teórica ao tema apresentam-se as principais causas de dificuldades nas empresas. Foram apontados fatores macroeconómicos como a diminuição dos níveis de procura, que de acordo com a MFE, foi uma das principais causas situação de instabilidade da empresa. No estudo empírico realizado verifica-se que, as Vendas e Prestação de Serviços caíram consideravelmente no período de decorrido do ano 2006 ao ano 2008.

Foram também descritas na presente dissertação as várias fases que uma empresa em dificuldades pode ultrapassar, conclui-se através da análise da situação da MFE que esta se encontrava, em 2008, na 5ª fase. O que significa, que não tinha capacidade de pagar à generalidade dos seus credores ou pagava com um atraso considerável, assim satisfazia os requisitos para ser considerada judicialmente insolvente e podia solicitar as providência para iniciar a recuperação.

A recuperação e reestruturação da MFE iniciou-se com o apoio da Sociedade Gestora de Capital de Risco, BME Capital, através de um dos fundos de recuperação que a empresa gere. Este facto vai de encontro aos dados apresentados que apontam para que a maior parte do montante investido pela SCR seja através de FCR.

Com o objetivo de perceber se a intervenção do Capital de Risco na MFE trouxe à empresa aquelas que se consideram as principais vantagens deste tipo de intervenção, foram estudadas as operações de reestruturação financeira e operacional levadas a cabo pela SCR. A BME Capital adquiriu as dívidas da MFE respeitantes a créditos para com duas entidades bancárias. O montante de perdão da dívida numa das operações representou 57% do montante total, e na outra operação cerca de 47%. Pode portanto concluir-se que o facto de o montante de perdão de dívida ter sido tão elevado, sustenta a ideia expressa na abordagem teórica de que uma das grandes vantagens da intervenção do CR é a credibilização das empresas nas quais intervêm. Confirma-se também a ideia de que a rede de contactos que as SCR detêm confere à empresa um maior poder de negociação com os diversos tipos de entidades.

A análise da intervenção do *Turnaround* na reestruturação financeira da MFE incidiu também na possível operação de *sale and leaseback* com o FIEAE, que apesar de não ter acontecido

até à data de recolha da informação, está prevista no Plano de Insolvência da MFE. Mais um vez a intervenção da SCR foi fundamental. O papel da BME Capital foi essencial, não só porque a compra das dívidas da MFE às instituições bancárias libertou as garantias a que os imóveis estavam vinculados, mas também porque muito provavelmente foi a SCR a informar a empresa sobre a existência deste fundo de apoio estatal. Assim, conforme foi abordado na fundamentação teórica a SCR surge como entidade que presta informação relevante e atualizada às empresas sobre as ferramentas e apoios disponibilizados pelo Estado e outras instituições.

Para além da reestruturação financeira, o Capital de Risco surgiu também como um parceiro de gestão e auxiliou a empresa no delineamento de uma reestruturação operacional. A principal medida tomada foi o encerramento de uma das linhas de produção no sentido de tentar adequar a produção à procura e de reduzir custos. Este tipo de operação vai de encontro ao que já tinha sido referido na literatura, ou seja ao facto de o CR atuar como uma entidade de está preocupada sobretudo com a estabilidade o desempenho positivo da empresa a médio/longo prazo e que funciona como um parceiro na tomada das decisões mais benéficas para a empresa.

As referidas reestruturações financeiras e operacionais tiveram um forte impacto na evolução da situação económica financeira da empresa. Para esta avaliação estudaram-se dados gerais, como as Vendas e Prestação de Serviços, os Resultados da Empresas e vários Rácios Analíticos. Após analisar a sua evolução percebe-se que no ano seguinte à intervenção da BME, ou seja em 2010, que estrutura de capital e o endividamento, melhoraram significativamente. Percebe-se a referida melhoria pelo aumento dos rácios de Autonomia Financeira e de Solvabilidade, que indicam que a proporção do Capital Próprio relativamente ao Ativo e Passivo passou a ser mais elevada. Quanto à estrutura do Passivo a situação inicial manteve-se, continuando o Passivo Corrente a representar a maioria do Passivo Total da MFE.

Analisa-se também na presente dissertação a evolução dos rácios de Liquidez e Risco. Percebe-se da análise dos mesmos, que a intervenção do Capital de Risco inverteu a tendência decrescente do rácio de Liquidez Geral. Em 2009, o Ativo Corrente representou apenas 29% do Passivo Corrente valor que aumentou para 58% em 2010. Não obstante o facto de continuar a ser um valor insatisfatório, na medida em que significa que o Ativo Corrente da MFE não cobre o seu Passivo Corrente, é de salientar uma melhoria significativa.

Esta variação é justificada pela diminuição na rubrica Financiamentos Obtidos, referente à operação de compra por parte da BME Capital da dívida bancária da MFE.

Estudou-se também a evolução da rentabilidade do Ativo e Capitais Próprios da MFE através de rácios de Rentabilidade. Percebe-se da análise dos mesmos que a intervenção do Fundo de Recuperação contribuiu de forma positiva tanto para o Rentabilidade do Capital Próprio como para a Rentabilidade do Ativo.

Alguns dos rácios calculados não tem significado para o ano de 2010, é o caso dos rácios de Funcionamento devido à situação atípica da MFE. A fábrica da empresa esteve encerrada em parte de 2009 e em 2010, e, consequentemente, a produção de Platex parou, não é portanto pertinente interpretar rácios que dizem diretamente respeito à atividade produtiva da empresa e à eficiência com que esta gere os seus ativos, inventários e a relação com os seus clientes e fornecedores. Assim só faz sentido comparar estes rácios com períodos futuros em que a empresa já tenha retomado a normal atividade.

Do estudo apresentado pode concluir-se que no caso concreto da MFE, a intervenção do Capital de Risco funcionou, como a literatura enfatiza, como um verdadeiro parceiro de gestão. Mais importante do que o reforço de capital concedido à empresa, foi a credibilização da mesma face aos seus fornecedores, credores e clientes que permitiu que o Plano de Insolvência fosse aprovado. Para além desta credibilização foram também criadas condições para uma reestruturação financeira e operacional da empresa. Estas reestruturações refletiram-se numa evolução positiva de grande parte dos rácios analíticos calculados e consequentemente na melhoria da situação financeira da empresa.

Tem sido referido ao longo da presente dissertação que Portugal atravessa uma difícil crise económica, com uma taxa de desemprego alarmante e com um crescente número de empresas em situação de falência. Assim, é fundamental que empresas com viabilidade económica sejam apoiadas e que lhes sejam dadas condições para combater a atual crise. Nesse sentido, a recuperação e reestruturação da MFE através do *Turnaround* e o facto da sua viabilização estar assegurada pelos próximos 5 anos (de acordo com o projeto apresentado pela BME Capital), são de extrema importância, não só porque assim ficaram assegurados muitos dos postos de trabalho mas também porque credores e fornecedores da empresa receberam parte dos montantes em dívida. É ainda de salientar que a MFE exporta grande parte dos seus produtos e como consequência da viabilização da mesma mantém-se assegurada essa componente de exportação de mais uma PME portuguesa.

Não é objeto da presente dissertação estudar a evolução futura da MFE, mas seria pertinente perceber qual o desempenho da empresa nos próximos anos e após a saída da Sociedade de Capital de Risco BME, Capital.

Bibliografia

Aernoudt, R. (2005), *Venture Capital*, International Journal of Entrepreneurial Finance, 59-371.

Altman, E. e Hotchkiss, E. (2006), *Corporate financial distress and bankruptcy: predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*, Hoboken: John Wiley & Sons.

APCRI (2009a), *Actividade do Capital de Risco em Portugal e na Europa, ano 2008*.

Acedido a 14 de Janeiro de 2012, em:

http://www.apcri.pt/sites/default/files/Estat%C3%ADsticasAPCRI2008_0.pdf.

APCRI (2009b), *Estudo para Avaliação do Impacto Económico do Capital de Risco em Portugal*. Acedido em 14 de Janeiro de 2012, em:

http://www.apcri.pt/sites/default/files/APCRI_relatorio_09.pdf.

APCRI (2011), *Estatísticas Europeias 3º Trimestre*. Acedido a 15 de Março de 2012, em:

http://www.apcri.pt/sites/default/files/europa_stats_3trim2011.pdf.

Banha, F. (2000), *Capital de Risco: Os tempos estão a mudar*, Lisboa Bertrand Editora.

Banha, F. (2005a), *O PSI 20 e as Corporate Ventures*. Acedido a 17 de Janeiro de 2012, em:

<http://gesbanha.blogs.sapo.pt/arquivo/741888.html>.

Banha, F. (2005b), *Business angels no mercado português?*. Acedido a 17 de Janeiro de 2012, em: <http://gesbanha.blogs.sapo.pt/arquivo/777903.html>.

Banha, F. (2005c), *Capital de risco em Portugal*. Acedido a 17 de Janeiro de 2012, em:

http://gesbanha.blogs.sapo.pt/arquivo/2005_04.html.

Barros, A. (2011), *Capital de Risco tem 600 milhões de euros para investor*, Diário Económico. Acedido a 20 de Janeiro de 2012, em: http://economico.sapo.pt/noticias/capital-de-risco-tem-600-milhoes-de-euros-para-investir_127110.html.

Borges, A., Rodrigues, A. e Morgado, J. (2002), *Contabilidade e Finanças para Gestão*, Áreas Editora, 292-351.

CCE (2006), *Implementing the Community Lisbon Programme: Financing SME Growth – Adding European Value*. Acedido a 15 de Janeiro de 2012, em:

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2006:0349:FIN:en:PDF>

CMVM (2008), *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco*. Acedido a 10 de Janeiro de 2012, em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatisticas/Capital%20de%20Risco/Documents/RACapitalRisco2009.pdf>.

CMVM (2009), *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco*. Acedido a 10 de Janeiro de 2012, em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatisticas/Capital%20de%20Risco/Documents/RelatorioCapitaldeRisco.pdf>.

CMVM (2010), *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco*. Acedido a 10 de Janeiro de 2012, em:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatisticas/Capital%20de%20Risco/Documents/Relatório%20Anual%20do%20Capital%20de%20risco%202010.pdf>.

Coface (2011), *Insolvências disparam 18,1% em 2011*. Acedido a 10 de Janeiro de 2012, em:
<http://www.apoiare.pt/component/content/article/41-noticias/222-insolvencias-dispararam-181-em-2011.html>

Cohen, Elie (1996), *Análise Financeira*, Editorial Presença, 356-390.

Cressey, D.R. (1973), *Others people's money*, Montclair, NJ: Patterson Smith.

Decreito-Lei n.º53/2004, de 18 de Março de 2004, *Código de Insolvência e Recuperação de Empresas*.

Decreto lei n.º372/2007, de 6 de Março de 2007, *Diário da República, 1.a série—N.º 213*.
Ministério da Economia e da Inovação, Lisboa.

Decreto-Lei n.º 375/2007 de 8 de Novembro de 2007. *Diário da República, 1.a série—N.º 215*.
Ministério das Finanças e da Administração Pública. Lisboa.

Delloite (2006), *Observatório Nacional: Indústria do Capital de Risco*. Acedido a 10 de Março de 2012, em: <http://www.apcri.pt/sites/default/files/05%20Private%20equity.pdf>

EVCA (2006), *Reporting Guidelines: Corporate Governance and Professional Standards for the Private Equity and Venture Capital Industry*. Acedido a 14 de Janeiro de 2012, em:
http://www.apcri.pt/sites/default/files/evca_reporting_guidelines.pdf

EVCA (2009a), *The International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*.
Acedido em 14 de Janeiro de 2012, em:
http://www.apcri.pt/sites/default/files/Consultation_draft_IPEV_guidelines_22.05.2009.pdf

EVCA (2009b), *Private Equity and Venture Capital in European Economy An Industry Response to the European Parliament and the European Commission*. Acedido a 14 de Janeiro de 2012, em:
http://www.apcri.pt/sites/default/files/EVCA_SUBMISSION_TO_EC_AND_EP_FULLPAPER.pdf

EVCA (2009c), *EVCA Quarterly Activity Indicator Q1 2007 – Q3 2009*. Acedido a 15 de Janeiro de 2012, em:
http://www.apcri.pt/sites/default/files/EVCA%20Quarterly%20Activity%20Indicator%20Q3%202009_4.pdf.

Faria, P. (2009), *Capital de Risco: análise comparativa à evolução do investimento em Portugal e na Europa*, Dissertação de Mestrado, ISCTE.

Fraser-Sampson, G. (2007), *Private Equity as an Asset Class* Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

IAPMEI (2006), *Guia Prático do Capital de Risco*. Acedido a 14 de Outubro de 2011, em: <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>.

Lachmann, J. (1992), *Le seed capital: une nouvelle forme de capital-risque*. Paris: Ed. Economica.

Martins, L. (2011), *O que leva as empresas a pedir insolvência?*. Acedido a 10 de Março de 2012, em: <http://www.insolvencia.pt/artigos/6679-o-que-leva-centenas-de-empresas-a-pedir-a-insolvencia.html>.

Neves, J. C. (2007), *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*, Texto Editores, 113-132.

Nunes, C. (1999), *A recuperação de empresas – análise político económica e legislação*, Porto: Vida Económica

OECD (2011), *Labor Force Statistics*. Acedido a 24 de Fevereiro de 2012, em: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEILABOUR>

Pereira, M. (2008), *A pequena e média empresa e o mercado de capitais: A perspectiva do Capital de Risco*, FEP.

Pimentel, L. V. (1995), *Capital de risco e operações de reestruturação*. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 61-69.

Portaria nº 913-I/2003 de 30 de Agosto de 2003. *Diário da República – I série-B N.º 200*. Ministério das Finanças. Lisboa.

Ribeiro J. (1995) *Venture Capital*, *Revista Portuguesa de Gestão* I/95, 11-13.

Rodrigues, A. M. (1994), *Capital de Risco: Uma forma de apoio à actividade empresarial*. Dissertação de Mestrado em Economia Europeia. Coimbra: FEUC.

Rodrigues, A. M. (1995), *O Capital de Risco*, *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 25-37.

Rodrigues, A.M. e Pascoal, T. (2000), *A recuperação empresarial: Capital de Risco, uma solução?*, *Revista de Contabilidade e Comercial*, Vol VII nº266, 333-360.

Roquette, J. (1995), *Capital de Risco para o desenvolvimento das empresas*, *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 79-94.

Sais, L., Carvalho, R. e Amaral, M. (1996), *Instrumentos Fundamentais de Gestão Financeira*, 399-419.

Santos, A. (1987), *Análise Financeira: Conceitos, Técnicas e Aplicações*. INIEF – Economia e Gestão, Lda, 119-139.

Tavares, C. (1999), *O business angel institucional e o mercado de capital de risco*. Dissertação de Mestrado em Gestão e Estratégia Industrial. Lisboa: ISEG/UTL.

Vause, B. (2002), *Guia para Análise de Empresas*, Caminho - Biblioteca de Economia e Gestão, Lisboa.

Williams, J. (2005), *The Boards Role in Corporate Renewal*, The Jornal of Private Equity.
Acedido a 12 de Fevereiro de 2012, em:
<http://www.ijournals.com/doi/abs/10.3905/jpe.200.pdf>

Anexos

I.FCR e SCR em Atividade (31/12/2008)

	N.º	Montante sob Gestão (10 ⁶ €)	Quota
Fundos de Capital de Risco	41	1.251,7	85,0%
Sociedades de Capital de Risco	21	221,0	15,0%
Total	62	1.472,7	100%

Fonte: CMVM, 2008

II.FCR e SCR em Atividade (31/12/2009)

	N.º	Montante sob Gestão (10 ⁶ €)	Quota
Fundos de Capital de Risco	50	2.369,5	76,3%
Sociedades de Capital de Risco	27	737,4	23,7%
Total	77	3.106,9	100%

Fonte: CMVM, 2009

III.FCR E SCR em Atividade (31/12/2010)

Unidade: 10⁶ Euro

	N.º Soc. Gestoras	Montante sob Gestão	Quota
Fundos de Capital de Risco	51	1.607,7	68,4%
Sociedades de Capital de Risco	27	743,8	31,6%
Total	78	2.351,5	100,0%

Fonte: CMVM, 2010

IV.Valor das Transações por Fases de Investimento (2008)

Unidade: 10³ €

Fase de Investimento	SCR				FCR				Total			
	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transações	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transações	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transações
Start-Up	1.156,3	298,5	857,8	9	75.070,1	9.232,8	65.837,2	95	76.226,4	9.531,3	66.695,1	104
Management-buy-out	0,0	0,0	0,0	0	67.522,3	1.488,5	66.033,8	14	67.522,3	1.488,5	66.033,8	14
Expansão	17.530,2	4.147,0	13.383,2	17	59.633,5	49.104,1	10.529,5	75	77.163,8	53.251,1	23.912,7	92
Early-Stage	9.117,9	0,0	9.117,9	5	4.913,2	1.112,8	3.800,4	14	14.031,1	1.112,8	12.918,3	19
Outros	7.694,3	937,8	6.756,5	14	2.763,6	0,0	2.763,6	6	10.457,9	937,8	9.520,1	20
Seed Capital	0,0	0,0	0,0	0	9.287,9	393,1	8.894,8	8	9.287,9	393,1	8.894,8	8
Management-buy-in	0,0	0,0	0,0	0	5.833,9	1.021,4	4.812,5	7	5.833,9	1.021,4	4.812,5	7
Turnaround	0,0	0,0	0,0	0	3.750,0	0,1	3.749,9	2	3.750,0	0,1	3.749,9	2
Refinanciamento da dívida bancária	0,0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0,0	0
Capital de substituição	530,5	694,5	-164,0	15	0,0	184,5	-184,5	2	530,5	879,0	-348,5	17
Total	36.029,3	6.077,8	29.951,5	60	228.774,5	62.537,3	166.237,2	223	264.803,8	68.615,1	196.188,7	283

Fonte: CMVM, 2008

V. Valor das Transações por Fases de Investimento (2009)

Unidade: 10⁶ €

Fases de Investimento	SCR			FCR			Total		
	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%
Expansão	39	539,9	80,2%	190	317,9	29,7%	229	857,8	49,2%
Capital de substituição	16	17,8	2,6%	42	284,3	26,6%	58	302,1	17,3%
Start-Up	61	10,9	1,6%	303	158,6	14,8%	364	169,5	9,7%
Management-buy-out	16	17,0	2,5%	53	102,0	9,5%	69	119,0	6,8%
Outros	30	85,2	12,7%	10	17,3	1,6%	40	102,5	5,9%
Management-buy-in		0,0	0,0%	10	65,2	6,1%	10	65,2	3,7%
Early-Stage	11	2,0	0,3%	38	47,8	4,5%	49	49,8	2,9%
Turnaround	6	0,3	0,0%	28	44,7	4,2%	34	45,0	2,6%
Seed Capital	4	0,2	0,0%	25	20,5	1,9%	29	20,7	1,2%
Refinanciamento da dívida bancária		0,0	0,0%	4	10,9	1,0%	4	10,9	0,6%
Total	183	673,4	100,0%	703	1.069,2	100,0%	886	1.742,6	100,0%

(1) Inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

Fonte: CMVM, 2009

VI. Valor da Transações por Fases de Investimento (2010)

Unidade: 10⁶ Euro

Fases de Investimento	SCR			FCR			Total		
	N.º Partic. (1)	Valor	%	N.º Partic. (1)	Valor	%	N.º Partic. (1)	Valor	%
Venture Capital	78	39,7	5,9%	407	302,2	21,3%	485	341,9	16,3%
Seed Capital	4	0,2	0,0%	25	17,1	1,2%	29	17,4	0,8%
Start-up	46	36,2	5,4%	338	226,8	16,0%	384	263,0	12,6%
Early stage	28	3,3	0,5%	44	58,3	4,1%	72	61,6	2,9%
Private Equity	113	633,6	94,1%	419	1.119,4	78,7%	532	1.752,9	83,7%
Expansão	37	536,6	79,7%	213	296,6	20,9%	250	833,2	39,8%
Capital de substituição	17	20,1	3,0%	40	279,2	19,6%	57	299,3	14,3%
Turnaround	5	0,0	0,0%	58	175,4	12,3%	63	175,4	8,4%
Refinanciamento da dívida bancária	0	0,0	0,0%	20	48,2	3,4%	20	48,2	2,3%
Management buy-out	16	16,0	2,4%	57	190,2	13,4%	73	206,1	9,8%
Management buy-in	0	0,0	0,0%	12	67,5	4,7%	12	67,5	3,2%
Outros	38	60,9	9,0%	19	62,4	4,4%	57	123,3	5,9%
Total	191	673,3	100%	826	1.421,6	100%	1.017	2.094,8	100%

(1) Inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

Fonte: CMVM, 2010

VII. Insolvências (2010 a 2012)

Distrito	2010	2011	2012	Var.
AVEIRO	75	51	106	107,84%
BRAGA	138	117	168	43,59%
BRAGANÇA	5	4	9	125,00%
CASTELO BRANCO	12	18	14	-22,22%
COIMBRA	37	22	28	27,27%
EVORA	18	10	13	30,00%
FARO	21	25	44	76,00%
GUARDA	8	4	15	275,00%
LEIRIA	31	47	57	21,28%
LISBOA	183	174	242	39,08%
PORTALEGRE	7	2	4	100,00%
PORTO	219	184	322	75,00%
SANTARÉM	26	29	47	62,07%
SETUBAL	39	33	44	33,33%
VIANA DO CASTELO	14	12	20	66,67%
VILA REAL	3	9	12	33,33%
VEU	23	27	25	-7,41%
AÇORES	3	5	5	0,00%
MADEIRA	15	16	42	162,50%
BEJA	2	4	10	150,00%

Fonte: Instituto Informador Comercial

VIII. Balanço da MFE (2006 a 2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Ativo					
Ativo fixos tangíveis	11.187.312	9.923.538	9.666.060	9.188.079	6.757.587
Ativos intangíveis	17.501	10.969	12.808	10.596	4.149
Participações financeiras	59.614	59.449	56.263	56.263	56.263
Acionistas	5.721.483	6.301.800	6.358.300	4.832.138	2.632.006
Ativos por impostos diferidos	0	56.295	320.469	320.469	320.469
<i>Total do Ativos Não correntes</i>	<i>16.985.909</i>	<i>16.352.050</i>	<i>16.413.900</i>	<i>14.407.545</i>	<i>9.770.474</i>
Inventários	2.642.488	2.894.780	4.607.492	1.850.608	1.706.610
Clientes	3.694.707	4.018.596	3.460.666	938.356	624.839
Adiantamentos a fornecedores	4.604	19.119	13.416	20.988	20.988
Estado e outros entes públicos	323.713	290.983	554.434	231.629	306.215
Outras contas a receber	13.402	45.765	10.395	1.580.999	1.661.563
Diferimentos	579.763	558.668	441.064	26.888	6.905
Caixa e depósitos bancários	106.624	101.064	46.818	157.782	882.419
<i>Total dos Ativos Correntes</i>	<i>7.365.302</i>	<i>7.928.974</i>	<i>9.134.283</i>	<i>4.807.250</i>	<i>5.209.539</i>
<i>Total do Ativo</i>	<i>24.351.211</i>	<i>24.281.024</i>	<i>25.548.183</i>	<i>19.214.795</i>	<i>14.980.013</i>
Capitais Próprios					
Capital realizado	4.731.000	4.731.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000
Prêmios de emissão	7.580	7.580	7.580	7.580	7.580
Reservas legais	506.992	609.273	609.273	609.273	609.273
Outras reservas	1.075.499	1.075.499	1.054.574	1.054.574	1.054.574
Resultados transitados	-6.926.204	-2.722.917	-261.043	-1.052.732	-6.615.982
Ajustamentos em ativos financeiros	-39.184	-39.184	-39.184	-39.184	-39.184
Excedentes de revalorização	2.712.357	1.926.780	984.577	966.214	947.990
Resultado líquido do exercício	2.045.613	-198.469	-816.268	-5.581.474	6.114.335
<i>Total dos Capitais Próprios</i>	<i>4.113.654</i>	<i>5.389.561</i>	<i>4.539.509</i>	<i>-1.035.749</i>	<i>5.078.586</i>
Passivo					
Provisões		0	848		
Financiamentos obtidos	2.125.000	3.812.472	3.452.931	3.452.931	873.524
Passivos por impostos diferidos	0	118.913	112.697	106.481	100.312
Outras contas a pagar	618.610	482.567	451.821	0	0
<i>Total dos Passivos Não Correntes</i>	<i>2.743.610</i>	<i>4.413.952</i>	<i>4.018.297</i>	<i>3.559.412</i>	<i>973.836</i>
Fornecedores	9.135.825	7.535.319	9.537.588	10.315.984	803.901
Estado e outros entes públicos	2.337.772	2.006.474	1.773.229	2.093.679	2.190.076
Acionistas	343.350	647.110	1.682.029	0	0
Financiamentos obtidos	1.303.376	1.251.686	1.241.614	1.957.042	83.805
Outras contas a pagar	4.283.490	3.034.299	2.754.627	2.322.944	5.844.673
Diferimentos	90.134	2.624	1.291	1.483	5.136
<i>Total dos Passivos Correntes</i>	<i>17.493.947</i>	<i>14.477.511</i>	<i>16.990.377</i>	<i>16.691.132</i>	<i>8.927.591</i>
<i>Total do Passivo</i>	<i>20.237.557</i>	<i>18.891.463</i>	<i>21.008.675</i>	<i>20.250.544</i>	<i>9.901.427</i>

IX.Demonstração de Resultados da MFE (2006 a 2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Vendas e prestação de serviços	23.091.328	24.218.424	23.209.907	6.623.931	6.599
Variação da produção	-541.515	-174.062	1.674.333	-1.830.292	0
Subsídios à exploração	0	0	2.338	83.698	3.917
Trabalhos para a própria entidade	1.268.328	825.796	588.845	271.909	0
Outros rendimentos e ganhos	3.610.760	1.372.001	1.578.519	1.643.416	10.662.981
Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas	-7.703.047	-9.041.900	-10.955.778	-2.102.593	-1.156
Fornecimentos e Serviços Externos	-9.081.841	-9.115.359	-9.181.134	-4.279.065	-159.289
Gastos com pessoal	-4.931.938	-5.347.093	-5.568.597	-3.847.778	-1.301.413
Outros gastos e perdas	-1.347.641	-171.130	-116.768	-582.305	-1.596.671
Provisões	0	0	-848	0	0
Imparidade de dívidas a receber	-102.751	-18.759	-43.034	0	-285.227
Resultado Antes de Depreciações, Juros e Impostos	4.261.684	2.547.918	1.187.784	-4.019.079	7.329.741
Gastos/Reversões de depreciação e de amortização	-1.576.649	-2.070.163	-1.401.220	-1.199.690	-1.195.768
Resultado Operacional	2.685.035	477.755	-213.436	-5.218.769	6.133.973
Juros e gastos similares suportados	-659.360	-743.051	-857.026	-355.830	-25.096
Juros e rendimentos similares	30.917	19.940	6.732	5.194	0
Resultado Antes de Impostos	2.056.592	-245.356	-1.063.731	-5.569.404	6.108.877
Imposto sobre o rendimento	-10.979	46.887	247.463	-12.070	5.458
Resultado Líquido do Exercício	2.045.613	-198.469	-816.268	-5.581.474	6.114.335