



CAPACIDADE DE ENDIVIDAMENTO DAS PME EXCELÊNCIA PARA CONCRETIZAREM FUSÕES E AQUISIÇÕES

João José Duarte Domingues

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre
em Finanças

Orientador:
Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

Setembro 2016

Resumo

O presente estudo enquadra-se na verificação de que, tendo Portugal uma predominância de PME, existe um lote que, pelo seu superior desempenho, apresentam o estatuto de PME Excelência. Estas empresas enfrentam uma economia com níveis baixos de consumos e de investimento, e taxas de juro historicamente também elas baixas. A conjugação destes fatores pode equacionar-se para que as PME Excelência iniciem processos de Fusões e Aquisições que lhes permitam ganhar dimensão e robustez, quer internamente, quer para outros mercados, por via da exportação ou da internacionalização. Processos estes que, pelo desempenho destas empresas poderão ser conseguidos por via do recurso ao endividamento.

O nosso estudo passa por obter respostas para algumas questões direcionadas às PME Excelência, como sejam: a estratégia de crescimento das PME Excelência, para ganharem quota de mercado e/ou internacionalizarem-se através de Fusões e Aquisições, poderá ser uma alternativa ao crescimento organizacional? No atual contexto de níveis baixos de taxa de juro, será este um período favorável a operações de Fusões e Aquisições com recurso a dívida? Nas Fusões e Aquisições, tendo como enfoque a forma de pagamento o recurso a capital alheio, terão estas empresas capacidade para se endividarem, sem que tal afete a sua estrutura de capital? Esta última é, aqui, apresentada como a questão fundamental. O enfoque do presente estudo será, assim, o de associar o endividamento às Fusões e Aquisições concretizadas por empresas com a característica de Excelência.

Na resposta relacionada com a utilização de dívida, procuraremos testar a robustez financeira destas empresas com recurso a duas metodologias: de análise de rácios e dos modelos preditivos de falência.

Palavras-Chave: Fusões e Aquisições, Endividamento, Pequenas e Médias Empresas Excelência, Estrutura de Capital.

Classificação JEL: G32; G34

Abstract

This study is part of the finding that, with the predominance of SME in Portugal, there is a group of companies that, by its superior performance, have the status of SME Excellence. These companies face an economy with low levels of consumption and investment, and interest rates historically low. The combination of these factors can lead to SME Excellence companies considering Merger and Acquisition processes that would allow them to gain size and strength, both on the internal and external markets, through exports or internationalization. These processes may be achieved by resorting to lending, due to the good performance of these companies.

Our aim is to obtain some answers to a few questions pointed at SME Excellence companies, such as: may the growth strategy of SME Excellence, to gain market share and / or internationalize through mergers and acquisitions, be an alternative to organizational growth? In the current context of low interest rates, would this be a good time for Merger and Acquisition operations using debt? In Mergers and Acquisitions, particularly when paying with the use of third party capitals, would these companies have the capacity to borrow without affecting its capital structure? The latter is here presented as the key issue. The focus of this study is thus to associate the debt to mergers and acquisitions implemented by companies with the feature “Excellence”.

On the responses related to the use of debt, we will try to test the financial strength of these companies using two methods: analysis of ratios and predictive models of bankruptcy.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Debt, Small and Medium Business Excellence, Capital Structure.

JEL Classification System: G32, G34

Agradecimentos

Com a finalização deste trabalho, chega o momento de olhar para quem me acompanhou neste longo, duro, mas agradável percurso de dois anos, que culminou nesta tese.

Venho deste modo agradecer:

À instituição onde trabalho, personalizada na sua estrutura diretiva, pela confiança depositada em mim e por todo o apoio concedido.

Ao IAPMEI pela disponibilização de informação utilizada na elaboração desta dissertação.

Ao meu orientador Professor Doutor Pedro Leite Inácio por todas as indicações que me foi dando ao longo do tempo;

À minha família, em especial à minha mãe e ao meu falecido pai, pelos constantes incentivos que foram sendo depositados ao longo do caminho que percorri.

E em primeiro lugar, para quem foi o pilar fundamental deste projeto de dois anos e foi imprescindível para a sua conclusão: A ti minha esposa Ana Cristina por teres sido a primeira a acreditar, por teres estado sempre presente na minha ausência, por teres sido enorme em tudo, a ti minha filha Ana Carolina pelo teu sorriso, carinho e atitude positiva sempre brilhantes.

Índice

1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura.	4
2.1. Fusões e Aquisições.....	4
2.1.1. Terminologia, concretização e tipologia.	4
2.1.2. Fatores motivacionais e determinantes.	7
2.1.3. Determinantes dos Ciclos de F&A.....	9
2.2. A dívida associada às Operações de F&A.....	11
2.2.1. O financiamento das F&A.....	13
2.2.2. As operações LBO.	17
2.2.3. Efeito da Dívida na Estrutura de Capital e o impacto nas suas decisões.	20
3. As PME Portuguesas.....	23
3.1. Breve caracterização do tecido empresarial.	24
3.2. A Estrutura de Capital e de Financiamento das PME.	26
3.3. As PME Excelência.....	28
4. Análise de Dados.....	33
4.1. Dados.....	33
4.2. Metodologia utilizada.....	35
4.3. Análise dos dados obtidos.	41
4.4. Sumário de Resultados	49
5. Conclusões	50
Bibliografia.....	54
Anexo	60

Índice de Tabelas

Tabela 1: Número de Empresas e a sua distribuição por natureza jurídica.	24
Tabela 2: Indicadores de Estrutura Financeira das empresas portuguesas.	27
Tabela 3: Indicadores de Financiamento das Empresas portuguesas.....	27
Tabela 4: Indicadores Económico Financeiros das Empresas portuguesas.	28
Tabela 5: Empresas PME Líder e Excelência – a sua distribuição.	31
Tabela 6: Indicadores de síntese das PME Líder e Excelência.....	32
Tabela 7: Rácios Económico Financeiros das PME Líder e Excelência.	32
Tabela 8: PME Excelência – a sua evolução no período de 2011 a 2015.....	33
Tabela 9: Definição de Categorias de acordo com a Revisão 3 (CAE-Rev3).	35
Tabela 10: Rácios Financeiros.	38
Tabela 11: Indicadores – valores agregados.	42
Tabela 12: Rácios / indicadores.	43
Tabela 13: Rácios de Estrutura.	44
Tabela 14: Rácios de Liquide.....	44
Tabela 15: Rácios de Rendibilidade.....	45
Tabela 16: Modelos Preditivos de Falência – <i>Z-Score</i> e <i>Z''-Score</i>	46
Tabela 17: Rácios Financeiros – Modelos <i>Z-Score</i> e <i>Z''-Score</i>	47
Tabela 18: Rácios Financeiros – Modelos de <i>Altman</i> e <i>Sabato</i>	48
Tabela 19: Correlação de Pearson dos Modelos Preditivos com referência ao ano de 2014..	48

Lista de Abreviaturas

AF: Autonomia Financeira

BdP: Banco de Portugal

BT: Balanço Total

CAE: Código de Atividade Económica

CF: *Cash Flow*

CP: Capital Próprio

EBIDTDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations*

EBIT: Earnings Before Interest and Taxes

FCF: *Free Cash Flow*

F&A: Fusões e Aquisições

GE: Grandes Empresas

IAPMEI: Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas

IES: Informação Empresarial Simplificada

INOFIN: Programa Quadro de Inovação no Mercado das PME em Portugal

LBO: *Leveraged Buy-out*

PME: Pequena e Média Empresa

RL: Resultado Líquido

VN: Volume de Negócios

1. Introdução.

Com um tecido empresarial nacional caracterizado por endividado, descapitalizado e muito fragmentado, com predominância das Micro, Pequenas e Médias Empresas, são as Grandes Empresas, que apenas representam 0,3% do total de empresas, mas são responsáveis por 43% dos 335 mil milhões de euros de Volume de Negócios gerado nas sociedades não financeiras, de acordo com dados do Banco de Portugal.

Perante este quadro de estrutura empresarial e uma economia que nos últimos anos viu baixar o seu consumo interno e apenas as exportações têm vindo a contraciclo, o crescimento e reestruturação das empresas deverá ser visto com atenção, e com mais entoação ao nível das Pequenas e Médias Empresa (PME). Com o objetivo de as tornar de maior dimensão, mais dinâmicas e “robustas” e ser conseguido de forma rápida, as Fusões e Aquisições (F&A) poderão apresentar-se como uma alternativa válida, por oposição ao crescimento organizacional. Também no acesso a mercados externos, as F&A com empresas já instaladas nesses mercados, pode permitir que sejam ultrapassados diversos obstáculos entre eles os relacionados com a cultura, a moeda, a legislação local, podendo ser considerado um meio menos arriscado e eventualmente menos oneroso.

Nas F&A, existe um ponto que é determinante, que é o da posição de controlo que se pretende manter ou vir a ter, o qual influencia o método de pagamento a utilizar. No caso português, as PME são maioritariamente sociedades por quotas, o que contribui para que o método preferencial possa ser o pagamento a dinheiro. Deste modo, perante esta opção, a decisão de como o financiar pode implicar a utilização de Capital Alheio.

Esta fragmentação empresarial, torna Portugal um país propenso a este tipo de operações, para o qual empresas com bom desempenho podem ter um papel importante. Nesse sentido o mesmo pode ser conferido às PME consideradas de Excelência devido ao estatuto conseguido por cumprirem essencialmente critérios de índole financeira muito apertados que as distingue das restantes PME. Esta distinção incorpora, para as instituições envolvidas na sua atribuição, um baixo nível de risco e como tal competência para aceder a financiamento e em condições mais vantajosas que as restantes PME, em situações semelhantes.

O Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas (IAPMEI) em parceria com Turismo de Portugal e as principais instituições financeiras a operar em Portugal, distingue, anualmente,

com a atribuição do estatuto de PME Líder e Excelência, as PME que apresentem um desempenho superior, funcionando como um elemento importante no acesso a financiamento e em condições mais favoráveis.

Sendo as PME Excelência consideradas de bom risco pelas Instituições Financeiras, são empresas com forte potencial para aceder a financiamento e em condições financeiras vantajosas, motivo pelo qual as consideramos serem potenciais adquirentes ou inclusive potenciais alvos, em processos de F&A. Permitirá ainda ser-lhes atribuído um papel importante na reestruturação de PME que apesar de viáveis se encontram em situações de maior dificuldade de tesouraria e como tal sem capacidade de se regenerarem.

O período de baixas taxas de juro que se atravessa, dado o seu efeito no custo da dívida, pode ajudar à tomada de decisão de F&A com recurso a endividamento.

O objetivo a que nos propomos neste estudo consiste em verificar em que medida as empresas consideradas de Excelência no seio das PME terão capacidade de se endividar para efetuarem F&A como processo de crescimento em alternativa ao organizacional. O enfoque foi associar o endividamento, em que também utilizamos o termo dívida, entendido como Capital Alheio, às F&A concretizadas por empresas com características muito específicas, a de serem PME, mas de Excelência.

Tendo por base os objetivos que nos propusemos com o nosso estudo, começamos por no ponto 2 efetuar uma revisão de literatura no âmbito do tema do Endividamento nas Fusões e Aquisições, procurando na primeira parte sintetizar e sistematizar alguns conceitos e processos associados e na segunda parte direcionada para o impacto e efeitos que a dívida incorpora nestas operações.

No ponto 3 do estudo, será feita uma abordagem às PME e a sua relevância no tecido empresarial nacional, e destas centraremos o nosso enfoque nas que atingiram o estatuto de Excelência. A relevância deste ponto está em que nele extrairemos a sustentação da nossa escolha por estas Empresas, que lhes confere um papel de relevo na centralidade da dívida nas Fusões e Aquisições.

A análise à capacidade de endividamento das PME Excelência é feita no ponto 4, tendo sido selecionadas 216 empresas de acordo com critérios de volatilidade da obtenção do estatuto ao longo de um período de 5 anos e com delimitação a um volume de negócios superior a 5 milhões

de euros. A sua confirmação é concretizada através de duas metodologias, a de análise de rácios escolhidos em função da observação a efetuar, complementada com a utilização de métodos preditivos de falência, da saúde financeira destas empresas.

No ponto 5 apresentaremos a conjugação de elementos observados no nosso estudo que nos permitem concluir que se verifica capacidade de endividamento das PME Excelência para concretizarem Fusões e Aquisições.

A nossa preocupação neste estudo, não assenta na criação de valor e nas sinergias geradas pelas PME Excelência com as F&A, podendo ser esta uma sugestão para futuras análises, assim como, a extensão deste estudo às PME Líder com estatuto recorrente ao longo dos últimos 5 anos.

2. Revisão de Literatura.

A revisão de literatura feita visa ajudar-nos a encontrar respostas para as questões por nós levantadas e que se direcionam às PME Excelência, sendo que a ênfase dos estudos por nós encontrados se focam sobretudo em GE. A análise irá focar-se sobre a dívida nas F&A, entendendo-se dívida como capital alheio. Existem outros estudos que se centram sobre os ganhos obtidos por cada uma das partes (vendedores e compradores), no poder de mercado exercido, nos preços atribuídos e a forma de definição.

Começamos por analisar conceitos intrínsecos às F&A, identificamos as motivações associadas a este processo e os principais determinantes das vagas de F&A ocorridas e se as mesmas podem ser vistas como alternativa ao crescimento interno. Neste âmbito, procuraremos encontrar respostas as questões:

A estratégia de crescimento das PME Excelência para ganharem quota de mercado e/ou internacionalizarem-se através de F&A, pode ser uma alternativa ao crescimento organizacional?

No atual contexto de níveis baixos das Taxas de Juro, será este um período favorável a operações de F&A com recurso a dívida?

O enfoque principal do nosso estudo, e sobre o qual iremos reter maior atenção, passa pelas operações de F&A com recurso a dívida como meio de pagamento, o impacto que a mesma tem nas decisões das PME Excelência e o seu efeito na estrutura de capital. Nesse sentido, procuramos elementos que nos permitam responder à questão fundamental:

Nas F&A, tendo como enfoque a forma de pagamento o recurso a capital alheio, terão estas empresas capacidade para se endividarem sem afetar a sua estrutura de capital?

2.1. Fusões e Aquisições.

2.1.1. Terminologia, concretização e tipologia.

Ao abordarmos a temática das F&A, importa termos presente terminologia associada, começando, desde logo, pelo *significado* dos termos, como é dito no Código das Sociedades

Comerciais no seu Artigo 97.^{o1} uma Fusão define-se pela reunião numa só de duas ou mais sociedades, Aquisição é uma tomada de posse de algo.

À luz do mesmo Artigo 97.^o do Código das Sociedades Comerciais, na concretização de uma Fusão podem ser utilizadas duas formas: (1) por incorporação – procede-se à transferência da totalidade do património de uma ou mais sociedade, a(s) incorporada(s), para outra, a incorporante, atribuindo-se aos sócios da(s) incorporada(s), parte das ações ou quotas da incorporante; (2) por concentração - constituindo-se uma nova sociedade, para onde se transfere o património das sociedades objeto de fusão, sendo aos sócios das fundidas atribuídas ações ou quotas da nova sociedade. Estaremos perante uma possibilidade de Concentração, ou Consolidação, quando em presença de empresas do mesmo tamanho, sendo o termo Fusão mais utilizado quando em presença de empresas de diferentes tamanhos (Gaughan, 2015: 14).

Em Ferreira (2002: 97), a aquisição pode direcionar-se ao capital da empresa, visando uma posição maioritária (aquisição de controle) ou parcial (minoritária). Esta tomada de posição leva a duas leituras por parte da equipa de gestão das Empresas alvo, considerando-a amigável ou hostil (Rodrigues, 1998). É considerada amigável a aquisição em que, apesar de não serem totalmente favorável, poderá vir a ter condições para ser aceites, promovendo-se diligências prévias. Nas situações em que a oferta é considerada pela equipa de gestão como sendo hostil, ou seja, contra a sua vontade, esta evidentemente desaconselha a venda aos detentores do capital e elaboram um plano demonstrativo da sua oposição, o qual inclui pacotes de medidas que visam aumentar a rentabilidade futura dos capitais face à oferta feita. Outra tipologia de aquisição é aquela que é unicamente direcionada aos Ativos livres e não tem qualquer ónus ou encargo de uma sociedade, deste modo eliminando-se os Ativos e Passivos não desejáveis (Ferreira, 2002: 97). Pode, ainda, focalizar-se em parte da atividade desenvolvida por uma outra empresa, como sejam áreas de negócios ou departamentos específicos, como é exemplo nas GE.

Na presença de uma ou várias empresas, as F&A podem assumir diferentes *tipologias*, consoante o nível de relacionamento existente entre elas, (Ferreira, 2002: 130):

¹ Art. 97.^o do Decreto Lei n^o 262/86, de 02 de setembro, do Código das Sociedades Comerciais.

- Horizontais. Ocorrem entre empresas que atuam no mesmo ramo de atividade e que concorrem entre elas. Potencialmente, podem originar uma maior concentração no mercado dada a diminuição de operadores;
- Verticais. Concretizam-se entre empresas que têm relação comercial, vendedor-comprador;
- Conglomerados. As empresas que se fundem encontram-se em áreas de negócio diferentes, não são concorrentes, nem têm qualquer relação de vendedor-comprador;
- Concêntricas. As Empresas, apesar de estarem em áreas de negócios diferentes têm unidades que são relacionadas;

Aquando da tomada de decisão de se efetuar uma F&A, um dos pontos mais importantes neste seu processo, e que pode determinar o modelo a utilizar, está relacionado com a forma de pagamento que se utilizará na sua concretização. Pode-se utilizar dinheiro, valores mobiliários (ações ou obrigações), uma combinação entre elas, ou, ainda fórmulas mais complexas como sejam o LBO (*Leveraged Buy-out*), na qual o comprador utiliza dívida para financiar a aquisição (Ferreira, 2002: 137-146). Nos casos em que é feita a dinheiro, os acionistas/sócios recebem um prémio referente à valorização da sua participação, nos casos em que é feita utilizando valores mobiliários, mais frequentemente ações, também designada por oferta pública e troca, existe troca de ações da compradora por ações da adquirida².

Alguns aspetos têm de ser tidos em consideração perante uma decisão de F&A, como sejam, os aspetos relacionados com a legislação em vigor³ - da concorrência, proteção de credores e acionistas -, quer no próprio país, quer nos países das empresas alvo, no caso de operações transfronteiriças, a sua contabilização – em função das Normas Contabilísticas em vigor⁴, e os aspetos fiscais, tributação associada. Devem ainda, conforme identificado por Gutsche (2013), analisar-se aspetos relacionados com: os incentivos associados, isto é as sinergias operacionais, financeiras e administrativas estimadas serem conseguidas, as barreiras que os intervenientes

² Às operações LBO reservámos um ponto específico de análise. Ver ponto 2.2.2.

³ Em Portugal a legislação aplicável encontra-se consagrada no Código das Sociedades Comerciais (Decreto Lei n.º 262/86 de 02 de setembro), no Código do Mercado de Valores Mobiliários (Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro), na Lei da Concorrência (Lei n.º 19/2012, de 8 de maio) e no Direito Fiscal.

⁴ Em Portugal via SNC – Sistema de Normalização Contabilísticas e normas internacionais de contabilidade: Regulamento (CE) n.º 1606/2002, *International Accounting Standards (IAS) e International Financial Reporting Standards (IFRS)* e interpretações conexas – *International Financial Reporting Interpretation Committee (SIC/IFRIC)*

enfrentam ao nível da dimensão e da estrutura dos Ativos, bem como os aspetos culturais específicos de cada região geográfica.

Na fase de análise de uma operação de F&A, Rodrigues (1998) evidencia o seu impacto a três níveis: a nível dos acionistas de ambos os lados, pelos eventuais ganhos obtidos quer para a adquirida quer para a adquirente, ao nível das empresas, devido ao efeito que tem na sua estrutura financeira e organizacional, decorrente da conjugação das partes e das eventuais alterações de gestão introduzidas, nos credores, pela nova perceção de risco associado à operação. Anderson, Anderson, Havila e Sami (2009) acrescentam ser necessário avaliar o relacionamento que a empresa alvo tem com os seus Clientes, Fornecedores e Credores dado o efeito em cadeia que terá nessas relações, para estes é importante que se tenha uma perceção que têm sobre a operação, tal como a duração que a mesma assuma na sua concretização. Poderão ser na ótica dos autores um acesso facilitador a recursos que não dispunham, ou poderão tornar-se um entrave a esse acesso, em termos futuros, nos casos em que existiam direitos e obrigações anteriormente assumidas que sejam impeditivos da sua utilização nos mesmos moldes.

2.1.2. Fatores motivacionais e determinantes.

Às PME Excelência, colocam-se como alternativas de crescimento, conforme Gaughan (2015: 125-135), este ser feito de forma orgânica ou por F&A. Através de F&A consegue ser mais rápido, não perdendo tempo a consumir recursos internos para desenvolver novos produtos se estiverem disponíveis no mercado. Do mesmo modo, a ida para novos mercados por parte das PME Excelência, onde terá de contar com obstáculos como a língua, os costumes, a moeda e a legislação local, também pode ser concretizada via F&A pois, torna-se menos arriscada e mais rápida de concretizar, ainda que tenha de contar com a possibilidade de insucesso.

Nas F&A é importante a abordagem dos motivos que podem levar as empresas a encetar estes processos. Em Ferreira (2002: 97) são identificados: aceder de forma mais célere a novos mercados ou outros produtos fora do próprio negócio, a insuficiência de recursos internos para desenvolvimento de novos produtos, salvaguardar o seu posicionamento concorrencial, na procura de incrementar a sua quota de mercado, obtenção de ganhos adquirindo empresas com valor de mercado desajustado face ao seu real valor, oportunidades de reestruturação para criar valor futuro, um maior controlo de custos. Adicionalmente Brealey, Myers e Allen (2013: 741-747) referem: a obtenção de economias de escala quando partilhando serviços e tecnologia se

consegue aumentar a produção através da redução de custos, economias de integração vertical com aumento da coordenação na cadeia de produção, aceder a fundos excedentários gerados em empresas maduras e sem condições de investirem. Para Gaughan (2015: 125-183), os dois maiores motivos são o crescimento da sua atividade e as sinergias⁵, operacionais e financeiras. Sinergias operacionais resultam da melhoria de eficiência operacional que se reflete num aumento de receita e redução de custos, sinergias financeiras pela diminuição de risco traduzido num menor custo do capital. Sublinha ainda a existência de benefícios resultantes das integrações horizontais e verticais, a diversificação e a procura de economias de escala. Ditam-se ainda outros motivos como: a defesa contra possíveis ofertas de aquisição hostis, investimento em oportunidades de mercado, incentivos de terceiros que em proveito próprio promovem algumas destas operações, tirar proveito de aspetos fiscais, reduzir o risco de insolvência, contornar barreiras de entrada em determinados mercados.

A diversificação de atividade pode visar uma especialização em áreas já existentes ou ter como finalidade a entrada em áreas novas. As F&A são, para Loopty e Ebeling (2007), essencialmente com empresas de atividades coerentes com a sua, com características semelhantes e que complementem a sua, que lhes permita não terem perdas de eficiência por não se afastarem dos seus objetivos. Procuram com a diversificação ganhar escala e obter vantagens competitivas face à concorrência.

O comportamento das Empresas na procura de crescimento tem no seu ciclo de vida um fator determinante nas F&A, verificando-se nos estágios de arranque e de maturidade que as taxas de aquisição são mais elevadas (Arikan e Stulz, 2013). As mais jovens, com três anos de vida, procuram adquirir oportunidades de crescimento e as mais maduras, acima dos dez anos de vida, procuram novas oportunidades ainda não exploradas devido a terem Ativos subutilizados ou não pretenderem devolver aos investidores os fluxos de caixa livres (*Free Cash Flows*)⁶ gerados. Mas, o ciclo de vida não é influenciador em Empresas com bom desempenho e com elevadas oportunidades de crescimento.

⁵ Sinergia definida por Gaughan (2015), a capacidade de retirar o melhor rendimento da combinação de duas empresas, do que em termos individuais, traduzindo-se numa expressão de que $2+2 = 5$.

⁶ Definidos por Brealey, Myers e Allen (2013), como o montante disponível que pode ser entregue aos investidores após terem sido liquidados todos os custos investidos no seu crescimento. Resulta dos lucros obtidos deduzidos dos investimentos líquidos (variações de fundo de maneo e gastos em capital ou *capex*, deduzido das amortizações).

A transferência de capital intangível, que permite ter acesso a novas tecnologias e conhecimentos, e a dimensão, em que empresas maiores têm menores restrições financeiras e acesso a financiamento externo, são considerados por Luypaert e Huyghebeart (2008) como fatores motivadores para levar uma empresa a crescer por F&A. Estes autores não consideram que tendo em vista o crescimento, a obtenção de sinergias operacionais e financeiras sejam fundamentais.

Com a globalização que as sociedades contemporâneas experimentam, o acesso a mercados externos é uma possibilidade de ser realizada através de F&A. Nesse sentido, Erel, Liao e Weisbach (2011) consideram existirem fatores padrão que influenciam as F&A transfronteiriças, designadamente: a cultura, considerados os relacionamentos a estabelecer com os parceiros, a localização, tornando-se a proximidade sempre a preferível, a estrutura governativa em vigor, a fiscalidade, o nível de evolução do mercado de capitais, com impacto na forma de pagamento e na tipologia de sociedade a adotar, a movimentação de moeda, transferência e câmbio e o nível de diplomacia existente entre os países.

Em momentos de crise financeira os mercados tornam-se mais pequenos para todos os operadores, bloqueando a atividade das empresas mais frágeis e com maiores dificuldades de acesso ao crédito, traduzindo-se num aumento do número de falências. Estes períodos são considerados por Nguyen (2015) como determinantes para que as empresas líderes se tornem adquirentes em processos de F&A em modelos verticais. Desta forma, beneficiam do baixo valor da adquirida para incorporar conhecimento, novos mercados e aceder a Ativos Fixos, para além do reconhecimento social com impacto na imagem da adquirente. As motivações económicas que levam as empresas a olhar para os ganhos que podem recolher da combinação de empresas através de F&A, segundo verificou Gutsche (2013), estão associadas às características que as empresas alvo apresentem na pré-aquisição. São elas nomeadamente; a rendibilidade, a alavancagem existente e a capacidade de endividamento disponível, a dimensão, o crescimento atual e potencial dos recursos, a existência de Ativos Fixos Tangíveis e o nível de FCF gerados.

2.1.3. Determinantes dos Ciclos de F&A.

Vários estudos foram identificando que as F&A ocorreram em vagas, por estarem reunidos fatores particulares em cada uma delas, veja-se Holmstrom e Kaplan (2001), Ravichandri

(2009), Netter, Stegemoller e Wintoki (2011), Gugler, Mueller, Weichselbaumer e Yurtoglu (2011).

Veja-se a evolução histórica recolhida em Ferreira (2002: 191-245) e Gaughan (2015: 41-74). Constata-se que após a depressão de 1883, foram identificados ciclos de maior concentração de operações de F&A, tendo evoluído de um período de formação de grandes monopólios através de fusões horizontais (1897-1094), para um período em que, com o *boom* do mercado de capitais, o objetivo foi a procura de poder de oligopólio levando a que as fusões se concretizassem por integração vertical (1916-1929, 1924/5 a 1929/30). Nos anos de 1960, com o crescimento da economia, verificou-se uma procura de diversificação, concretizada esta por meio de fusões em conglomerados. Nos anos de 1980, com o *crash* da bolsa, que originou a quebra do preço das ações, levou a uma expansão empresarial através de aquisições hostis, concretizada via LBO. Em 1995, associado ao crescimento excepcional dos EUA e ao efeito do mercado único europeu, o crescimento via F&A foi considerado como a prática mais rápida de crescer e desta forma há ocorrência de operações transnacionais e transcontinentais. As taxas de juro em níveis baixos e a facilidade de acesso a empréstimos bancários com taxas atrativas (entre 2001-2007) levou a F&A concretizadas por empresas compostas por fundos e investidores (*Private Equity*).

Às vagas de F&A foram associados fatores macroeconómicos dentro destes a taxa de crescimento do PIB e os níveis de taxa de juro, com impacto no custo do financiamento, influenciam as decisões nas F&A para se expandirem (Ferreira, 2002: 193-194; Gaughan 2015: 42). Contrariamente, Brealey, Myers e Allen (2013: 761) não encontram na economia razão para as vagas ocorridas, mas antes, porque ocorrem num número reduzido de atividades, associadas a fatores como a eliminação de barreiras regulatórias, a alterações tecnológicas que vão surgindo no setor, estes também evidenciados por Gaughan (2015: 42) que acrescenta as mudanças que ocorrem na procura do produto. Ferreira (2002: 193-194), aceita que as alterações aos preços das Ações foram outro determinante, dadas as perspetivas de lucros futuros e a possibilidade de obtenção de fundos através de emissão de novas ações.

As crises financeiras estão para Ravichandri (2009) associadas aos processos de F&A transfronteiriças ocorridos. Tal deve-se a que, com o emergir da globalização, o seu efeito fez-se sentir no investimento, agora global, na procura de maiores retornos e diversificação de riscos de carteiras e na necessidade de aumentar a dimensão, para se conseguirem financiar a baixos

custos. Por outro, a liberalização de mercados em países em desenvolvimento, com vista à captação de investimento, gera oportunidades de investimento.

Nos EUA as vagas de fusões estiveram associadas a mudanças de gestão, como as verificadas no período de 1980 a 1990, em que os gestores sendo mais fiéis à empresa que aos acionistas na procura de criação rápida de valor, encetaram um elevado número de aquisições hostis, com forte alavancagem, via operações LBO (Holmstrom e Kaplan, 2001). Comprometidos os FCF ao serviço da dívida, com impacto no rigor da gestão, os acionistas passaram a dar incentivos aos gestores sob a forma de participação de capital, as denominadas *Stock Option*⁷, alterando o enfoque dos gestores para o custo do capital e no mercado de capitais.

A evidência de ocorrência de determinadas alterações, como sejam: no produto e no mercado, nas decisões de gestão, legais políticas e regulatórias, no mercado de capitais, são, para Netter, Stegemoller e Wintoki (2011), aspetos a considerar tendo em vista a ocorrência de uma vaga de fusões.

O otimismo é considerado por Gugler, Mueller, Weichselbaumer e Yurtoglu (2011) como elemento-chave na vaga de F&A, que explica a razão pela qual se adquirem Ativos através de F&A em pontos distintos do tempo, utilizando alternativas variadas para o fazer, como: a utilização de Capital Próprio (anos 20) e emissão de dívida (anos 1980 e 2004-2008), com repercussões no mercado de capitais.

2.2. A dívida associada às Operações de F&A.

Os atuais níveis baixos de taxas de juro é considerado por alguns autores como um momento propício para as PME Excelência efetuarem operações de F&A. As variáveis macroeconómicas, sobretudo as taxas de juro reais praticadas, para Becketti (1986), influenciam a atividade de F&A, por muitas das aquisições utilizarem dívida para numa parte ou na totalidade da transação. O adquirente olha para uma F&A como um investimento, à semelhança dos investimentos em tecnologia ou fabris, mas com retornos mais rápidos. A atividade de F&A está, assim, associada a fatores de crescimento da economia, o seu financiamento pelas Instituições de crédito e alterações macroeconómicas. Pelo lado inverso, não foi possível no estudo verificar influência das F&A na economia. Uygur, Meric e Meric (2013) concluíram que durante os períodos de crise e pós-crise as estratégias a adotar nas

⁷ Opções de compra de ações da própria empresa concedido aos gestores como forma de remuneração de incentivo (Brealey, Myers e Allen (2013: 771).

operações de F&A são influenciadas pelos níveis de rotação dos ativos e dos *stocks*, bem como pelos custos de capital que as empresas alvo apresentem em cada momento. Em momentos anteriores à retração, a preferência recai pelos alvos que apresentem elevada rotação de Ativos, com vista à obtenção de lucros; durante a crise, para se aceder a liquidez, a preferência recai pelas empresas alvo que tenham elevada rotação de Existências; após a crise, as que apresentem baixos custos de capital são as preferíveis.

Num contexto de ainda elevado endividamento da generalidade das PME portuguesas, a dificuldade de aceder a financiamento, para além de difícil, tem um elevado custo. Os gestores são, assim, levados a canalizar os fluxos de caixa gerados internamente para a gestão corrente, contraindo o investimento. Uma operação de F&A, num estudo apresentado por Erel, Jang e Weisbach (2013), é considerada pelos gestores como uma fonte de criação de valor. Isto porque, por serem incluídas numa organização maior, mantendo-se separadas, as empresas adquiridas passam a ter acesso a capital alheio em melhores condições financeiras, aumentando a sensibilidade dos seus gestores para a realização de investimentos, de forma mais eficiente e valiosa, gerando, por esta via, maior riqueza. Também Ferreira (2002: 296-298) enumera que as aquisições alavancadas implicam, por parte dos gestores: uma maior concentração no negócio principal, um maior controlo dos custos operacionais e a promoção da venda de ativos não estratégicos com a finalidade de obterem FCF para fazer face ao serviço da dívida.

Para Agliardi, Amel-Zadeh e Kousis (2015), nas F&A os gestores das adquirentes estão disponíveis para emitir dívida se verificarem que existe a possibilidade de crescimento. Em processos de diversificação, para fundir empresas pouco correlacionadas, a dívida torna-se maior criando opções de crescimento maiores, reduzindo, por outro lado, os custos de falência. Na procura de crescimento por aquisição, como alternativa ao organizacional, referido por Gaughan (2015: 125-135) e por Ferreira (2002: 96-101), quando concretizada a dinheiro, normalmente acarreta um aumento de dívida e, conseqüentemente, o risco financeiro por contraponto a eventuais perdas operacionais e de negócio quando é feita internamente (Ferreira: 2002: 99).

Harford, Klasa e Walcott (2006) fazem depender a decisão de utilização de dívida, como método de pagamento de uma F&A, do impacto da mesma na estrutura de capital. A apresentação de uma estrutura de capital que se considere adequada é o objetivo do gestor, fazendo depender o modo de pagamento da alavancagem que cada uma das partes apresente antes e depois da aquisição. O gestor tem, deste modo, a possibilidade de determinar o nível de

endividamento que a operação possa vir a ter, não sendo despiciente considerar os benefícios fiscais que resultam da alavancagem. A influência nas decisões em operações de F&A do impacto da dívida na estrutura de capital foi estudado por Vasiliou, Eriotis e Daskalakis (2008), do qual resulta que a mesma é importante para os decisores perceberem se se podem tornar adquirentes. No mesmo estudo, conclui-se que a dimensão é mais importante do que a rentabilidade para essa decisão.

O objetivo de manter um rácio de dívida mínimo ideal e, conseqüentemente, manter uma estrutura de capital adequada, é visto, por Uysal (2009), como determinante nas decisões dos gestores em processos de F&A, quer na posição de adquirente, quer na posição de alvo de aquisição. Enquanto adquirente, esse objetivo tem impacto nos alvos que pode escolher devido ao endividamento resultante da conjugação final das empresas, no método que poderá utilizar no pagamento devido à existência, ou não, de restrições ao levantamento de dívida adicional, e no prémio que poderá pagar pela aquisição, ou seja, o efeito na agressividade na oferta.

As empresas que apresentem, na sua estrutura de balanço, elevados Ativos Intangíveis, os seus Capitais Próprios têm de ser significativos para criar a folga financeira necessária para assegurar os intensivos investimentos em investigação e desenvolvimento, de acordo com o que é referido por Kayo, Patrocinio e Martin (2009). Nestas empresas, a introdução de endividamento nas aquisições tem um efeito de criação de valor, pois verifica-se uma redução do fluxo de caixa disponível, pelo que se torna um instrumento disciplinador nas tomadas de decisão dos gestores, evitando o sobre investimento. Para Brealey, Myers e Allen (2013: 429), ter folga financeira significa ter disponibilidades em caixa, ativos disponíveis para venda assim como acesso a financiamento bancário imediato.

2.2.1. O financiamento das F&A.

Perante uma decisão de investir em aquisições e fusões, na ótica do adquirente, importa perceber que método mais adequado se deve utilizar, o que determina e/ou influencia a sua escolha e a valorização da mesma para os acionistas adquirentes, sobretudo quando a opção recai em dinheiro e no seu financiamento.

No conjunto das PME são preponderantes as Sociedades por Quotas, o que, desde logo, influencia uma tomada de decisão sobre a forma de pagamento de uma F&A. Faccio e Masulis (2004) abordam as escolhas do método de pagamento nas F&A por ações ou por financiamento, em função da posição acionista com que cada uma das partes irá ficar no final. A eventual

possibilidade de perda de controlo pode ser determinante para que o adquirente opte pelo financiamento, em detrimento da aquisição paga com ações. Ainda assim, a opção por ações pode ser utilizada para salvaguardar a condição financeira das empresas, sendo, contudo, pouco provável no caso das PME Portuguesas, por, na sua maioria, não utilizarem o mercado de capitais. A limitação na liquidez pode levar, em situações em que o controlo societário não seja colocado em causa, a que a opção recaia na troca de ações. Existindo capacidade de recorrer a financiamento, as ameaças que recaem sobre a adquirente com o aumento de dívida decorrem da alteração provocada na estrutura de capitais, no incremento dos custos de falência e na redução do nível de FCF. A opção por troca de ações tem implicações ao nível dos alvos a seleccionar, tendo em conta o impacto que tem no controlo societário, optando-se por alvos com capital mais disperso, ou, também, no sentido de se pretender manter equilibrada a estrutura de capitais das duas Empresas.

Segundo Freito-Ruiz, Fernández e Menéndez-Requejo (2015), a escolha da forma de pagamento é influenciada pela combinação entre duas variáveis ao nível da adquirente: a variável propriedade de capital e a variável envolvente legal e institucional do país. Os mesmos autores acentuam que a escolha do método de pagamento é uma decisão endógena quando a escolha recai no dinheiro. Quando existe uma forte concentração de capital nas adquirentes e quando a legislação e envolvente institucional do país contempla uma forte proteção aos investidores, a probabilidade de utilização de ações aumenta por contrapartida da que é realizada em dinheiro, trazendo maior valorização aos adquirentes. A alternativa aqui anotada permite não pagar elevados prémios pela expropriação da propriedade da adquirida.

A propriedade de capital do alvo e da adquirente não é considerada, por Zang (2001), como determinante na escolha do método de pagamento, referindo, como preponderantes a conjugação de fatores observáveis na adquirente e no alvo. Aponta como maior probabilidade de utilização de dinheiro pelas adquirentes, quando perante alvos de tamanho inferior, as situações em as adquirentes apresentem elevados pagamentos de dividendos e registem capacidade de obtenção de significativos retornos sobre o seu património. A troca de ações tem maior probabilidade de ocorrer quando as do adquirente apresentem um favorável desempenho.

Na decisão de investimento por aquisição, os investidores confrontam-se com os riscos de excessivo pagamento pelo alvo e com a perda de controlo na nova estrutura, os quais influenciam as escolhas dos meios de pagamento, assim como a forma como a oferta de aquisição irá ser paga. Martynova e Renneboog (2008) verificaram a existência de algumas

razões que podem influenciar o meio de pagamento a utilizar, como sejam: a discrepância de informação existente entre o alvo e o adquirente com impacto no valor da empresa alvo, a propriedade de capital da combinação das empresas que se pretenda ter e as características da própria aquisição. A particularidade da aquisição está relacionada com a dimensão do alvo face à adquirente, da leitura feita pela gestão do alvo à operação, visa empresa cotada ou não cotada e se a operação é internacional. Os pagamentos em dinheiro são mais eficazes em aquisições transfronteiriças sempre que se pretenda aumentar a probabilidade de sucesso e na presença de um alvo não cotado.

Segundo os mesmos autores, na escolha pela aquisição feita a dinheiro a outra decisão a tomar é a relacionada com o financiamento, ou seja, a escolha da fonte a utilizar entre Capital Próprio ou Alheio. A fonte e opção por financiamento externo está relacionada com as características que a empresa apresente, como sejam: a verificação de fluxos de caixa escassos, a capacidade de endividamento decorrente da existência de colaterais e de baixa alavancagem, a regulamentação existente ao nível da proteção de credores e investidores, a existência de oportunidades de crescimento e o relacionado com o alvo, como seja a sua dimensão, estrutura de capital e forma jurídica. O custo de capital é considerado o principal determinante na opção por financiamento externo. Não existe qualquer efeito dos problemas de agência nessa opção. A capacidade de endividamento, acima referida, é medida através de duas variáveis: colateral - percentagem do Total de Ativos Tangíveis face ao Ativo Total - e Alavancagem - relação entre Dívida de Longo Prazo com o Valor da Transação.

O valor que um adquirente atribui ao alvo, para Bartlett (2007), não está tanto relacionado com a sua capacidade em tirar o máximo proveito do uso dos ativos do alvo, mas, antes, da fonte de financiamento utilizada, nomeadamente dívida. Existindo capacidade de endividamento, decorrente do benefício fiscal associado à dedutibilidade dos juros, o valor da oferta por um alvo para fazer face a ofertas concorrentes é incrementado, valorizando, assim, o alvo com os benefícios fiscais a serem incorporados no valor da oferta. A dívida influencia, igualmente, o valor da empresa alvo devido ao impacto dos custos indiretos associados à percepção que os fornecedores, clientes, colaboradores e credores passem a ter. O nível de dívida utilizada pode servir, apenas como nas operações LBO, para maximização deste benefício, ou para obter uma maior eficiência operacional.

A existência de dívida na estrutura de Capital das Empresas, para Chowdhry e Nanda (1993), permite efetuar ofertas a preços mais agressivos, dado que a mesma acaba por ser suportada

pelos próprios credores da dívida. Este tipo de ofertas permite afastar concorrentes de aquisições a preços baixos, mas também pode tornar a oferta a um preço excessivo.

Crescer por via de aquisições é feito num ambiente em que várias empresas podem competir por um mesmo alvo, desempenhando a concorrência, para Morellec e Zhdanov (2006), um papel importante na escolha da estratégia de equilíbrio de financiamento, podendo concorrentes com idênticas estruturas utilizar diferentes níveis de dívida.

Nas aquisições com necessidade de utilização de financiamento externo, por insuficiência de folga financeira, ou porque a dimensão da transação é grande, implicando o recurso a financiamento externo, é determinante o recurso a Financiamento Bancário. Esta fonte de financiamento tem, para Bharadwaj e Shindasani (2003), impacto nos retornos obtidos, assim como nas próprias características da aquisição. Ao nível dos retornos esperados, estes são mais elevados na parcela de dívida utilizada, sendo a sua utilização um bom indicador para o mercado. No que às características diz respeito, o financiamento bancário é determinado pela diversificação das aquisições, a oportunidade de crescimento dos alvos e na intervenção dos gestores do alvo.

Perante escassez de capital, e tendo em vista, para poder efetuar uma oferta de aquisição relevante, o financiamento externo passa a desempenhar um papel importante neste processo, considerando Vladimirov (2014) que o mesmo tem impacto no preço da oferta, provoca na mesma uma possível sobrevalorização. Nesta perspetiva, também os financiadores são influentes na determinação do preço, tendo por base a sua atuação na definição das condições financeiras - taxa de juro - e no tipo de financiamento a utilizar - dívida, Capital Próprio, conjugação de títulos.

A relação entre as variáveis Liquidez e Ativos é vista por Almeida, Campelo e Hackbardh (2011) como uma oportunidade de serem efetuadas F&A no seio de setores com elevados Ativos específicos e com empresas com significativos Ativos pouco específicos, mesmo sem a existência de sinergias operacionais associadas. A liquidez disponível, conseguida por via de reservas de caixa e/ou de linhas de crédito, é uma fonte de oportunidade de crescimento via aquisição de alvos em dificuldades, mas que disponham de Património líquido não afeto à exploração, reafectando, desta forma, os de exploração e alienando os restantes a preços concorrenciais. As linhas de crédito são uma importante fonte na gestão da liquidez e a mais

utilizada por empresas lucrativas e bem capitalizadas, mesmo que apresentem elevadas reservas de caixa.

2.2.2. As operações LBO.

Uma operação LBO caracteriza-se como uma aquisição em que o nível de financiamento toma proporções significativas, cerca de 95% do valor do preço pago na compra, seja sob a forma de fundos recolhidos pelas Capitais de Risco, seja sob a forma de financiamento bancário.

Pelos contornos que estas operações podem tomar em termos de alavancagem com dívida, a mesma tem impacto na estrutura de capitais das empresas e, conseqüentemente, nas tomadas de decisão, o que justifica a inclusão da sua abordagem no nosso estudo. A nossa atenção recai, assim, sobretudo, no impacto da alavancagem com dívida na estrutura de capital e no facto de esta ser afetada pelas taxas de juro e pela disponibilidade de financiamento.

A partir dos anos 80, as LBO registaram três períodos em que o número de transações se acentuou mais, e que estão sobretudo relacionados com a evolução do mercado de títulos e com a evolução das taxas de juro: o primeiro período (1982-1989) relacionado com o mercado de obrigações de alto risco (*Junk Bonds*) e o surgimento dos instrumentos de dívida; o segundo período (1989-2002) motivado pelo crescimento das tecnologias de informação e do mercado de ações e títulos que proporcionou a retirada de empresas de bolsa; o terceiro período (2003-2007) associado a uma combinação entre taxas de juro baixas e a alterações regulatórias aproveitadas pelas Capitais de Risco para fazer crescer o seu negócio (Prakash e Warade, 2013).

Em alguns estudos, veja-se Boucly, Sraer e Thesman (2011), Prakash e Warade (2013), Harford, Stanfield e Zhang (2016), é evidenciada a justificação para os elevados retornos que as LBO proporcionam pela alavancagem que assumem face aos reduzidos Capitais Próprios colocados na aquisição, com os juros pagos devidamente compensados. Como consequência da alavancagem, as LBO têm impacto na estrutura de capital devido à introdução de dívida associada e nos FCF que diminuirão devido à sua afetação ao serviço da dívida, beneficiando dos efeitos fiscais a ela associados decorrentes da dedução fiscal dos Juros. Outra consequência na Empresa é a alteração de controlo. Esta alteração apresenta conseqüente impacto na redução dos custos de agência devido à maior concentração de interesses, no aumento de eficiência, e é por muitos apontada como uma das razões para a introdução de políticas de redução de custos.

Nem sempre os retornos são significativos, conforme documentam Desbrieres e Shatt (2002), sobretudo nos casos em que as Empresas alvo não tenham uma estrutura financeira muito endividada e o nível de concentração de capital seja muito grande, retirando às LBO as vantagens associadas a estes dois elementos, contrariando as teorias anteriormente mencionadas. Estes dois autores reforçam esta análise com o facto de as LBO, designadamente em França, terem como característica o serem concretizadas em alvos de empresas familiares com problemas de sucessão, salientado serem as realizadas nos Estados Unidos da América e no Reino Unido, essencialmente, destinadas a desinvestimento em subsidiárias e divisões de grandes empresas.

Os FCF que são esperados serem gerados no futuro são, para Arzac (1992), a base de suporte na decisão de uma LBO, assim como da estrutura de financiamento a utilizar, sendo que o ganho da operação resulta da capacidade de estes, na sua totalidade, superarem o preço pago na aquisição com elevados níveis de endividamento do controlo maioritário no capital - denominado *Buyout*. A dívida tem um papel importante, não pelos benefícios fiscais associados, mas por permitir adquirir parte relevante do Capital da empresa sem que, para isso, os adquirentes necessitem de aportar grandes quantidades de Capital Próprio. As expectativas em torno do FCF são de que este permita fazer face ao serviço da dívida, e ainda, gerar poupança fiscal, o que, em caso de serem insuficientes, pode levar a que a estrutura de capital a utilizar possa passar por alternativas como *Strip Financing* ou *Equity Kickers*⁸, onde são utilizadas opções de compra sobre o capital da empresa (*warrants*) ou ações do alvo.

De entre os motivos identificados por Brealey, Myers e Allen (2013: 770) e Prakash e Warade (2013), como sendo os utilizados para as LBO devido à sua alavancagem, destacam-se a influência do mercado de *Junk Bonds* com juros baixos, mas de alto risco, a utilização de dívida como benefício fiscal e o seu impacto nos incentivos dos gestores. A necessidade de gerar liquidez para fazer face ao serviço da dívida implica, da parte do gestor, uma maior orientação e atuação ao nível dos recursos disponíveis, quer humanos, quer tecnológicos.

Quando se fala em alavancagem, e dos seus impactos nas empresas, nomeadamente na estrutura de capital, para Axelson, Jenkinson, Strömberg e Weisbach (2010) leva a que o seu custo a

⁸ Em Arzac (1992), *Strip Financing* é definido como sendo uma estrutura de capital que exige a existência de obrigacionistas que adquiram uma grande quantidade de ações que permitam, por sua vez, fazer face a possíveis perdas em caso de incumprimento. *Equity Kickers* é definido como participações de capital a preços acessíveis cedidos a obrigacionistas como forma de os compensar pelos menores retornos obtidos nos instrumentos de dívida.

suportar seja o fator determinante na definição do patamar de endividamento a utilizar, podendo ser um elemento-chave na definição do preço a estabelecer na aquisição. As condições e evolução dos mercados de *Junk Bonds*, mercados de referência para as LBO, onde os prêmios de risco são definidos, são fundamentais nestas operações. Por este motivo, tendo em atenção que estes autores se debruçaram sobre empresas cotadas, não é tanto a característica da Empresa, mas sim as condições em vigor no mercado os fatores primeiros para a estruturação do endividamento. Contudo, outros autores consideram a rentabilidade, os fluxos de caixa e as oportunidades de crescimento, como estando associados a maior ou menor endividamento.

A remuneração exigida pelos Capitais Próprios é mais elevada do que a suportada pela dívida, constatando-se que nas LBO, e como consequência do aumento da dívida, o risco de falência sobe e consequentemente implica custos dos Capitais Próprios e da dívida mais elevados. Sendo os Juros dedutíveis fiscalmente, provoca uma redução na média ponderada dos custos e permite ser incluídos no prémio a pagar, a ser incorporados na pré-LBO (Gaughan, 2015: 330-331).

Quando se fala de alavanca fiscal do efeito da dívida na LBO, Yousfi (2007) identifica categorias de impostos, quer imediatos, decorrentes da transação, quer futuros, como consequência das melhorias a implementar. Nesta medida, temos: os impostos incidentes sobre os ganhos obtidos pelos acionistas vendedores, a tributação dos rendimentos pagos pelos resultados gerados pelo alvo, os impostos associados aos resultados operacionais incrementados, os que incidem sobre as vendas de Ativos não estratégicos e os impostos sobre o Capital melhorado.

Associado ao nível de utilização e ao risco de incumprimentos, a dívida utilizada nas LBO reparte-se sobretudo em dois tipos: a sénior, obtida junto de Bancos e Investidores Institucionais, e júnior, conseguida junto de investidores que procuram elevados rendimentos. Pelo risco associado, os preços praticados são também eles diferentes, sendo os *spreads* praticados na tranche de dívida Júnior mais caros⁹. Desta forma, os preços da dívida têm impacto na rentabilidade da pré-LBO e na dinâmica *trade-off*, o que, desde logo, determinam o nível de alavancagem a utilizar nas LBO, pelo que é muito importante aferir as condições de mercado da dívida (Colla, Ippolito e Wagner, 2011).

⁹ No estudo efetuado pelos autores, a dívida sénior apresentava *spreads* médios na ordem dos 260 *basis points* e a júnior na ordem dos 600 *basis points*.

Pela mesma razão, as condições do mercado de dívida, mais concretamente a liquidez existente que define a maior ou menor facilidade de acesso a financiamento e o custo do financiamento, ou seja, os níveis de Spread e de taxas de juro definidos nos mercados de dívida, são igualmente defendidos por Brinkhuis e Maesheire (2012) como influenciadores na determinação da dívida que se irá usar na operação LBO. Adicionalmente realçam a reputação das *Private Equity* pela envolvimento na operação e o tipo de aquisição (primária ou secundária), em que nas segundas operações de LBO verificadas na mesma empresa são tendencialmente mais alavancadas que as primeiras.

As teorias clássicas sobre estrutura de capital que associam como determinantes: o tamanho da empresa medido pelo volume de vendas (empresas maiores pela sua diversificação têm maior facilidade de acesso ao crédito), a existência de Ativos Tangíveis passíveis de dar em colateral, empresas rentáveis com potencial de crescimento e a verificação de benefícios fiscais, não explicam a alavancagem das LBO. A razão está em que estas teorias estão relacionadas com as características das empresas e com a sua estrutura ótima de endividamento e não tanto com as condições de mercado que definem a dívida a incorporar na operação em função das taxas de juro a suportar com a mesma.

De acordo com Gaughan (2015: 331-332), na presença de empresas alvo com reduzidos Ativos, mas com significativos fluxos de tesouraria, as LBO são exclusivamente financiadas com dívida, suportados pelos *Cash Flow* (fluxos de Caixa) gerados para fazer face ao serviço da dívida. Esta tipologia de LBO que assume a designação de *Cash Flow LBO*, por insuficiência de Ativos passíveis de dar em colateral eleva o risco de incumprimento e como tal as taxas de juro são mais elevadas.

Na mesma linha de orientação, Gaughan (2015: 331-332), faz depender o prazo da dívida nas operações LBO se a mesma se suporta nos Ativos, o prazo é de usualmente 5 anos e se for com base nos *Cash Flows* entre 10 a 15 anos. Nas LBO assentes nos *Cash Flow* tendo por base os riscos associados, de negócio e de taxa de juro (crises económicas, conjunturais do setor), no sentido de salvaguardarem o serviço da dívida, os credores têm preocupações com a estabilidade e com o histórico dos *Cash Flows* passados para projetarem os futuros.

2.2.3. Efeito da Dívida na Estrutura de Capital e o impacto nas suas decisões.

A estrutura de capital, enquanto composição de capitais próprios e de Capitais Alheios, tem sido alvo de vários estudos e de referência noutros Casos de Jorge e Armada (2000), Myers

(2003), Simões e Silva (2003), Aybar-Arias, Casino-Martinez e López-Garcia (2004), Bressan, Lima, Bressan e Braga (2009), destacando-se três teorias;

- *Trade-Off*, que aborda a vantagem dos benefícios fiscais que resultam da utilização de dívida face aos riscos da sua utilização;
- Custos de Agência, com especial ênfase no FCF decorrentes das decisões dos gestores por contraponto aos interesses dos acionistas;
- Hierarquia de Preferências (*Pecking-Order*), que hierarquiza as fontes de financiamento, sendo o endividamento o último recurso.

Estas teorias levam a que o nível de endividamento esteja associado a determinantes como: existência de Ativos Tangíveis a serem utilizados como garantias de empréstimos, dada a sua característica de liquidez, verificação de oportunidade de crescimento, tamanho das empresas em que as maiores tendem a ser mais diversificadas e apresentam menor risco e a lucratividade que leva as empresas a não recorrerem a dívida financiando os investimentos com recurso aos lucros.

Jorge e Armada (2000) adicionam às teorias de capital fatores que influenciam o nível de endividamento, como sejam: as restrições e que a banca coloca na concessão de crédito e a influência dos gestores que procuram evitar acréscimos de risco para a empresa e evitar perda de poder de gerência. Na teoria organizacional, o endividamento é apontado como tendo um efeito disciplinador na gestão devido à necessidade de cumprimento com o serviço da dívida.

Na mesma linha, Myers (2003) destaca que os impactos fiscais, os custos de agência e de falência e as decisões dos gestores são os pontos em que as teorias assentam. Aponta, contudo, algumas insuficiências, como sejam a de não fazerem referência à estratégia de financiamento e apenas assentarem sobre o Capital Próprio e Alheio e funcionarem em mercados perfeitos. Por outro lado, refere que a recompensa dos gestores que advém de uma valorização da empresa conduz a um reforço da importância do Ativo por incentivar a valorização dos investimentos e das decisões operacionais.

Associados à teoria *Pecking-Order*, Simões e Silva (2003) apontam outros fatores como sendo determinantes do nível de endividamento, e que passam pela capacidade existente de autofinanciamento com recursos que são gerados internamente, pelo valor dos Ativos Fixos que possam ser dados em garantia de pagamento aos credores, o aumento de capital que pode ser

conseguido para fazer face à expansão da empresa, os associados à estratégia que a empresa tiver em termos de inovação, a diversificação na procura de mercados, assim como o setor de atividade e a dimensão das empresas.

Para Arias, Martinez e Garcia (2004), de acordo com a teoria *Pecking-Order*, as PME optam por se autofinanciar para não incorrerem em custos de informação e não terem necessidade de rigor financeiro. As GE, por terem melhor qualidade de informação, reduzem a desconfiança dos financiadores e assim obtêm custos mais baixos no financiamento. A fraca qualidade de informação das PME é apontado por Klapper, Sarria-Allende e Zaidi (2006), como sendo uma das razões pelas quais o acesso ao crédito é mais difícil, para além de ter associados custos mais elevados de financiamento. A competitividade do mercado também contribui para a existência de elevados rácios de endividamento. Bădulescu (2010) e Daskalakis e Thanou (2010) apontam como estando aliados às dificuldades dos empréstimos da Banca às PME, a disponibilização de informação financeira assimétrica, a inexistência de Ativos passíveis de serem dados em colateral, a baixa capitalização e a sua vulnerabilidade aos riscos de mercado.

O endividamento, para Denis e McKeon (2011), está intimamente relacionado com a capacidade de Empresa gerar excedente financeiro, pois as que geram *deficits* de tesouraria recorrem a mais dívida para o colmatar. Por contraponto, com a teoria *Trad-Off* é o capital necessário ao investimento que define a estrutura de capital a adotar. A alavancagem evolui de acordo com a libertação de fluxos de caixa e com as oportunidades de investimentos que vão surgindo. Um dos determinantes mais importantes da estrutura de capital é a existência de flexibilidade financeira, que advém da capacidade de endividamento não utilizada.

Para Mantovani (2014), a maturidade da dívida, sendo importante na opção da estrutura de capital, as empresas de menor dimensão têm mais acesso a dívida de curto prazo, com a Banca a preferir empréstimos de maior maturidade a empresas mais competitivas, ainda que os benefícios fiscais se vão reduzindo ao longo do tempo.

Os impostos incidentes sobre os juros da dívida a pagar aos financiadores/credores, segundo Brealey, Myers e Allen (2013), tornam-se um benefício para a empresa, na medida em que são dedutíveis na Demonstração de Resultados aos Resultados Antes de Impostos, valorizando a empresa se o risco de negócio se mantiver. Esta constatação não se verifica nas PME, segundo Daskalakis e Thanou (2010), por gerarem lucros geralmente baixos, não obtendo estes benefícios fiscais associados à utilização de dívida.

Os investimentos em Capital Circulante e em Ativos de longo prazo são, para Brealey, Myers e Allen (2013), financiados com os lucros gerados pela empresa. Nestas circunstâncias, os fluxos de caixa destinam-se, primeiramente, ao pagamento aos credores (juros e capital). As decisões de financiamento e de utilização dos fluxos gerados internamente tomadas por quem controla a empresa, quem a gere, assentam, assim, no reinvestimento dos lucros no negócio e no cumprimento do serviço da dívida.

Os mesmos autores defendem, ainda, que os setores onde as empresas atuam é um fator essencial para a escolha entre financiamento interno ou externo, devido às suas características específicas, nomeadamente na repartição dos Ativos. Um aspeto importante associado à dívida, é que esta não confere o direito de controlo sobre a empresa. A opção por endividamento é a melhor fonte de financiamento externo. Estes autores referem que os credores exigem maior remuneração em empresas com níveis de dívida elevados, pois consideram a existência de um aumento de risco de falência. Nas situações em que existe folga financeira, a mesma pode gerar custos de agência nos casos em que seja utilizada indiscriminadamente pelos gestores. Assim, a introdução de dívida permite ser um elemento disciplinador pela necessidade de cumprimento do serviço da dívida, colocando pressão na introdução de melhorias operacionais. O nível de endividamento ideal que uma empresa deve ter não se encontra determinado, o que faz que não exista uma estrutura de capital ideal.

3. As PME Portuguesas.

À semelhança do que se passa na Europa, também em Portugal as PME têm um peso significativo no tecido empresarial. Consequentemente, é muito importante para o nosso estudo verificar qual a estrutura de capital e de financiamento das PME. Na abordagem às PME, iremos destacar as que, pelo facto de cumprirem, entre outros, critérios financeiros apertados definidos pelo IAPMEI, são consideradas Líderes e, nestas, as que merecem a distinção de Excelência, sendo as últimas o nosso objeto de estudo.

A classificação de PME¹⁰ como Micro, Pequena e Média Empresa decorre do número de efetivos e dos patamares financeiros que apresentam, sendo PME as que empregam menos de

¹⁰ Consagrada no Decreto Lei n° 372/2007, de 6 de novembro, e na Recomendação da Comissão Europeia n° 2003/361/CE, de 6 de maio.

250 pessoas, um VN anual inferior a 50 milhões de euros ou um Balanço Total (BT) anual inferior a 43 milhões de euros, subdividindo-se em;

- *Micro*: número de efetivos inferior a 10 e VN ou BT inferior a 2 milhões de euros;
- *Pequena*: número de efetivos inferior a 50 e VN ou BT inferior a 10 milhões de euros;
- *Média*: número de efetivos situados entre 50 e 250 e VN entre 10 e 50 milhões de euros ou um BT entre 10 e 43 milhões de euros;

A dimensão da empresa determina-se tendo em conta a empresa enquanto autónoma e, sempre que existente, em conjunto com os valores referentes às empresas com relacionamento relevante.

3.1. Breve caracterização do tecido empresarial.

O tecido empresarial em Portugal não difere do que se passa no resto dos países da Europa, sendo bastante fragmentado, com especial incidência nas PME, destacando-se, assim, o seu importante papel na economia nacional.

O número de empresas existentes em Portugal, com exclusão das sociedades financeiras, conforme **Tabela 1**, abaixo, tem uma forte preponderância das Micro e PME, existindo 374.193 empresas em 2014, repartindo-se 89,2% por Micro, 10,5% Pequenas e Médias (aqui designadas por PME) e 0,3% Grandes Empresas (GE). De 2010 para 2014 verifica-se um crescimento de 2,6% no número de empresas ocorrido nas Micro, com as PME e as GE a perderem 6.632 e 64 empresas, respetivamente. Importa verificar, em termos jurídicos, que as Sociedades por Quotas são predominantes no Total das empresas, situação não verificada nas GE em que as Sociedades Anónimas são as mais representativas.

Tabela 1: Número de Empresas e a sua distribuição por natureza jurídica.

Natureza Jurídica	Grandes Empresas					PME (a)					Total de Empresas				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Nº de Empresas	1 024	1 021	939	937	960	45 855	43 968	40 481	38 959	39 223	364 640	371 961	370 878	373 553	374 193
% no Total Geral	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	12,6%	11,8%	10,9%	10,4%	10,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Sociedade por Quotas	25,0%	23,4%	23,4%	25,2%	26,0%	79,8%	79,1%	71,5%	68,3%	68,7%	89,7%	88,6%	87,6%	86,8%	86,4%
Sociedade Anónima	69,0%	70,4%	70,8%	69,1%	69,4%	17,0%	17,1%	16,6%	16,1%	15,9%	5,9%	5,8%	5,9%	5,8%	5,7%
Outras Sociedades	2,2%	2,3%	2,1%	2,1%	1,5%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Cooperativa	1,8%	1,8%	1,5%	1,6%	1,6%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%

Fonte: Adaptado do Banco de Portugal: BP Stat Estatísticas online – Série longa dos Quadros do Sector

(a) PME = Pequenas Empresas + Médias Empresas

De acordo com dados do BdP¹¹, o VN total atingiu, em 2014, os 334.961 milhões de euros, inferior ao de 2010 em 10%, apesar do aumento do número de empresas, tendo 41,7% sido gerado pelas PME e 42,8% pelas GE. As Sociedades por Quotas predominam, sendo perto de 89% do número total de empresas. Em termos setoriais, os preponderantes em número de empresas são os Outros Serviços e Comércio, representando 47,5% e 26,5% do total, respetivamente, com a Indústria e a Construção representadas por cerca de 11% cada. Já quanto ao VN Total, os setores do Comércio, Indústria e Outros Serviços continuam a ser predominantes, com 37,7%, 25,7% e 22,6%, respetivamente. O crescimento do VN nas PME foi mais acentuado no ano de 2014, com 3,3%, quando nas GE tem vindo a registar quebras sucessivas desde 2010, tendo crescido 1,9% em 2014. As PME são, sobretudo, importantes nos setores da Agricultura e Construção pelo VN gerado nesses setores são de 53,8% e 47,8%, respetivamente, e na Indústria e Comércio perto de 44%.

A importância das exportações nas empresas nacionais tem vindo a crescer cada mais, algo que é patente, patente num aumento do seu peso no VN, de 27,5% em 2010, para 36,7% em 2014, representando as exportadoras 5,6% do total das empresas, mais 1 p.p. que as de 2010.

As PME nacionais viveram nos últimos 4 anos num contexto macroeconómico nacional que, de acordo com os dados divulgados pelo BdP, a economia nacional registou crescimento negativo no consumo, privado e público, e na Formação Bruta de Capital fixo, com ligeira inversão em 2014 e no primeiro semestre de 2015. As exportações têm vindo, em contraciclo, a registar taxas de crescimento neste período. Em termos de expectativas futuras, as projeções macroeconómicas apresentadas pelo Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério de Economia de 18 de fevereiro de 2016 apontam para crescimentos da economia mundial em torno dos 3% até 2018 e na zona euro perto dos 2%. Em Portugal, o principal impulsionador da economia continuará a ser as Exportações, com projeções de crescimento próximo dos 5%, quando o PIB crescerá cerca de 2%, de acordo com as mesmas projeções. Quanto às taxas de juro dos empréstimos bancários, baixaram de 3%, em 2014, para 1,94%, em junho de 2016.

Com referência a 2011, segundo Estudo do INE¹², existiam em Portugal 444 Grupos de Empresas, ligadas por vínculos jurídico-financeiros. Em média, cada grupo integrava 16

¹¹ Análise sectorial das sociedades não financeiras em Portugal 2010-2015. Estudos da Central de Balancos – novembro de 2015 e Boletim Estatístico 2016.

¹² Fonte: INE - Sociedades pertencentes a grupos de empresas eram 1,3% das sociedades não financeiras, mas contribuíram com 27,0% do VABpm Total.

entidades, totalizando 7.323 empresas, o que correspondia a 1,3% das 360.588 sociedades não financeiras desse ano. Os grupos apenas com entidades residentes eram 168, correspondendo a 1.413 empresas e os Grupos Multinacionais com controlo doméstico eram 191, correspondendo a 4.616 entidades participadas. A internacionalização é sobretudo para a Europa, 54,2%, seguindo-se África, 23,8% e América de 17,2%, aqui com especial focalização na América Latina, a Ásia e a Oceânia que registam percentagens de apenas 4,4% e 0,4%, respetivamente. Os principais países de destino do investimento efetuado a nível internacional são: Espanha, Brasil, Angola e Moçambique. As principais atividades onde se concentram os grupos são a indústria e o comércio, com 26,2% e 25,9%, respetivamente. As sociedades pertencentes a grupos de empresas representaram, da totalidade das Sociedades Não Financeiras, nesse ano, 30% dos 329.964 milhões de euros de VN, 27% dos 75.563 milhões de euros de Valor Acrescentado Bruto (a preços de mercado) e 41% dos 26.276 milhões de euros de Excedente Bruto de Exploração.

3.2. A Estrutura de Capital e de Financiamento das PME.

As empresas nacionais, conforme publicação do BdP, atrás referida, registam níveis de financiamento do seu Ativo por Capital Alheio em torno dos 70%. Nas PME, de 2010 para 2014, a Autonomia Financeira média melhorou 3,1 p.p., fixando-se nos 31,9%, quando a das GE foi de 30,6%, com redução na ordem dos 4,5 p.p.

Na **Tabela 2**, abaixo, apresentam-se, para o período de 2010 a 2014, indicadores de Estrutura Financeira das empresas nacionais agrupadas por classes de dimensão e com base em valores médios. Permite, para além da Autonomia Financeira, anteriormente referenciada, evidenciar a Taxa de Endividamento, dada pelo indicador *Ativo Total/Capital Próprio* em percentagem, que se apresenta superior nas PME (referida como Médias e Pequenas Empresas) face às GE, mas em ciclos de evolução diferentes. Existe um maior equilíbrio entre Ativos Correntes e Não Correntes nas PME, comparativamente às GE, em que o peso do Ativo Corrente no Ativo Total se situa acima dos 60%. O peso dos Ativos Fixos Tangíveis no Total do Ativo que diminui com o aumento da dimensão ronda nas PME os 30% e nas GE os 23%. Destaca-se nas GE a representatividade dos Investimentos Financeiros, próximo dos 20%. Neste período constata-se, também, a desalavancagem que tem vindo a ser efetuada nas PME, traduzida na evolução positiva dos seus indicadores, por contraponto às GE, que têm registado algum agravamento.

Tabela 2: Indicadores de Estrutura Financeira das empresas portuguesas.

Indicadores	Grandes Empresas					Médias Empresas					Pequenas Empresas				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Autonomia financeira (%)	34,3	34,6	33,6	32,5	30,4	28,8	27,1	27,0	30,6	30,9	28,7	27,8	29,4	29,2	31,5
Taxa de endividamento (%)	291,3	288,9	298,0	307,9	328,6	347,2	368,4	370,0	326,9	323,8	348,0	360,1	340,6	343,0	317,4
Solvabilidade geral (%)	52,3	53,0	50,5	48,1	43,8	40,5	37,3	37,0	44,1	44,7	40,3	38,4	41,6	41,2	46,0
Cobertura dos ativos não correntes (%)	99,8	97,9	98,1	101,1	102,6	118,5	113,9	118,1	118,4	122,5	130,3	123,7	121,7	127,0	132,0

Fonte: Adaptado do Banco de Portugal: BP Stat Estatísticas online – Série longa dos Quadros do Sector

Por setores, a Indústria é o que apresenta um menor recurso a Capital Alheio para financiar o seu Ativo, com uma Autonomia Financeira média de 40,8% (de 35,9% em 2010), com o Comércio a apresentar um valor médio próximo dos 33% (32,7% em 2014 vs 30,0% em 2010).

A Estrutura de Financiamento das Empresas nacionais por dimensão e em valores médios apresenta-se na **Tabela 3**, onde são mostrados indicadores relevantes, assim, como o efeito dos Juros Suportados nos resultados gerados operacionalmente. Na Tabela constata-se que as PME e as GE exibem uma estrutura de financiamento similar, assente, essencialmente, em Passivo Remunerado. O Crédito Comercial de Fornecedores é mais importante à medida que a empresa reduz a dimensão, rondando os 20% nas Pequenas Empresas e na ordem dos 15% nas GE.

Tabela 3: Indicadores de Financiamento das Empresas portuguesas.

Indicadores	Grandes Empresas					Médias Empresas					Pequenas Empresas				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Passivo Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Passivo Remunerado	57%	59%	59%	59%	57%	59%	59%	59%	57%	58%	56%	57%	55%	55%	55%
Fornecedores	17%	16%	15%	14%	15%	18%	17%	17%	17%	17%	21%	20%	20%	20%	19%
Estado e outros entes públicos	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
Outros passivos correntes	11%	11%	12%	13%	14%	11%	11%	11%	12%	12%	14%	14%	14%	15%	17%
Custo dos financiamentos obtidos	3%	4%	4%	5%	5%	3%	4%	5%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
Juros suportados / EBITDA	9%	17%	21%	22%	24%	19%	32%	38%	27%	23%	21%	39%	42%	30%	23%

Fonte: Adaptado do Banco de Portugal: BP Stat Estatísticas online – Série longa dos Quadros do Sector

Os Empréstimos Bancários têm um significado importante no Passivo Remunerado, representando cerca de 26%, destacando-se, igualmente, a importância dos Empréstimos de Empresas do Grupo com um peso de 21%. O estudo do BdP revela, ainda, que nas PME o custo do financiamento, obtido pela relação entre Juros Suportados e Financiamento Obtido, se situou nos 3,7% (4,1% em 2010) e a cobertura de juros, dada pela relação entre o EBITDA e Juros Suportados, nos 3,5%. Nas GE a estrutura é muito similar, mas com custos de financiamento ligeiramente superiores, de 4,7%, e uma Cobertura de Juros de 4,1%. De 2013 para 2014, a pressão financeira obtida pela relação entre Juros Suportados e o EBITDA nas PME baixou de

4,6 p.p. para os 24,3%, tendo sido inversa nas GE, em que subiu 1,6 p.p., para os 25,2%. As PME e as GE registaram valores idênticos de EBITDA em % do VN de respetivamente, 9,5% e 9,4%, com a percentagem de PME com EBITDA negativo a situar-se nos 17,2%, quando nas GE é de 8,2%.

Na **Tabela 4**, seguinte, apresentam-se Indicadores de Liquidez e de Rendibilidade, a valores médios, onde se destacam os melhores índices de Liquidez Geral e Reduzida nas PME, face aos das GE. Também as PME evidenciam uma rendibilidade dos Capitais Próprios superior, assim como se verifica um Efeito da Atividade de Financiamento maior nas PME associado à Taxa de Endividamento e aos mais elevados Juros Suportados. A rendibilidade dos Capitais Próprios das GE tem vindo a decair, passando de 20,2%, em 2010, para 4,0%, em 2014, ano em que as PME registaram o melhor índice do período de 2010-2014, fixando-se nos 5,9%.

Tabela 4: Indicadores Económico Financeiros das Empresas portuguesas.

Denominação dos Rácios	Grandes Empresas					Médias Empresas					Pequenas Empresas				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Liquidez															
Liquidez geral (%)	99,7	96,1	96,7	102,0	104,6	124,1	117,9	123,3	125,7	131,7	128,2	122,6	121,8	127,2	134,3
Liquidez reduzida (%)	83,7	80,2	82,3	86,9	88,9	96,6	93,2	100,1	101,4	105,4	85,2	83,7	86,4	95,5	101,6
Rendibilidade															
Rendibilidade dos capitais próprios (%)	20,6	8,0	7,0	7,4	4,0	5,7	0,2	-1,7	3,4	6,6	2,9	-3,7	-3,6	1,3	5,5
Efeito da atividade de financiamento	2,6	2,0	2,0	2,1	1,9	2,3	1,0	0,4	1,6	2,1	2,0			1,5	2,2
Rendibilidade do ativo (%)	12,6	8,7	8,1	8,0	7,3	6,8	5,8	5,3	6,4	7,4	5,6	4,1	4,0	5,3	6,5
Rendibilidade das vendas (%)	10,5	10,1	9,5	9,3	8,8	9,1	7,5	6,9	8,1	9,3	7,4	5,4	5,2	6,4	7,6
EBITDA em percentagem do volume de negócios (%)	17,0	12,0	11,4	11,2	9,5	9,4	7,9	7,6	9,2	10,3	7,2	5,4	5,3	6,9	8,7
Necessidades(+) / Recursos(-) de FM em percentagem do VN (%)	7,3	8,2	7,5	7,6	7,5	21,1	20,3	19,3	19,3	18,4	29,4	28,3	25,3	22,9	22,9

Fonte: Adaptado do Banco de Portugal: BP Stat Estatísticas online – Série longa dos Quadros do Sector

3.3. As PME Excelência.

Perante a importância que as PME têm no tecido empresarial a nível europeu e em Portugal, como fonte geradora de emprego e impulsionadora do crescimento económico, a Comunidade Europeia decidiu, em 2006, instituir um Programa-Quadro de competitividade e inovação (2007-2013) ¹³. A estes dois enfoques não está dissociada a necessidade de acesso a financiamento que possa fazer face às eventuais insuficiências do mercado de capitais. Esta preocupação surge da verificação de que as condicionantes ao financiamento das Micro e PME estarem relacionadas com a qualidade da informação financeira disponibilizada e produzida,

¹³ Decisão nº 1639/2006/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de outubro de 2006

incapacidade de prestação de garantias em colateral e estrutura societária/acionista pouco dispersa.

Na sequência desta decisão comunitária, em Portugal, assente no objetivo de melhorar o acesso ao financiamento por parte das PME, é construído o Programa INOFIN (Programa Quadro de Inovação no Mercado das PME em Portugal), atuando ao nível da melhoria do ambiente de negócios, conferindo maior eficiência à intermediação bancária, prosseguindo prioridades económicas negociando linhas de financiamento e promovendo dinâmicas empresarias. É neste último ponto que se enquadra o Programa FINCRESCE, o qual visa estimular o crescimento e competitividade das empresas qualificando o seu perfil de risco, otimizando o acesso a produtos e serviços financeiros, com divulgação ao mercado.

No âmbito dos objetivos traçados pelo Programa, para distinguir as PME com bom desempenho, a sua notoriedade no mercado é concretizada pelo IAPMEI (Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas) em conjunto com o Turismo de Portugal e os Bancos Protocolados/Aderente¹⁴ a atuar em Portugal, através da atribuição dos estatutos de PME Líder e Excelência, válidos por um ano e com referência ao exercício anterior.

As empresas para poderem aceder ao estatuto de PME Líder têm de cumprir diversos critérios de enquadramento definidos anualmente pelas entidades mencionadas, sendo uns de carácter financeiro e outros de índole formal. Dos critérios formais destacamos: serem PME com certificação feita on-line no portal do IAPMEI, apresentarem a sua situação regularizada junto da Administração fiscal, Segurança social, o IAPMEI e o Turismo de Portugal, existência de três exercícios completos de atividade e elegibilidade do CAE. Os critérios estipulados para medir o desempenho financeiro são: (a) notações de *Rating* de bom nível de risco atribuídas pelos Bancos Aderentes e estabilizados pelas entidades do Sistema Nacional de Garantia Mútua (rating: 1, 2, 3, 4 e 5); (b) cumprimento de Indicadores, com alterações ao longo dos anos em análise, sendo os referentes a 2015 de acordo com o Regulamento do Estatuto de PME Líder de 2015¹⁵:

- Apuramento de RL positivo em 2014;

¹⁴ São 11 os Bancos Aderentes em 2015: Barclays (aderiu em 2010), Banco BPI, Novo Banco, Novo Banco Açores (aderiu em 2010), Caixa Geral de Depósitos, Crédito Agrícola (aderiu em 2012), Millennium BCP, Montepio (aderiu em 2012), Banco Santander Totta, Banco Popular (aderiu em 2014) e Banco BIC (aderiu em 2015).

¹⁵ Fonte: <https://www.iapmei.pt>

- Obtenção de EBITDA¹⁶ positivo nos exercícios de 2014 e 2013;
- Rácio de *Autonomia Financeira=Capitais Próprios/Ativo Total Líquido* igual ou superior a 30%
Nos anos anteriores, o valor do rácio era de 25% em 2012-2014, 20% em 2011-2012 e de 15% em 2010;
- Registo de VN¹⁷ igual ou superior a 1.000.000,00 €
Este valor era de 750.000,00 € em 2014 e de 500.000,00 € em 2010-2013;
- Número de trabalhadores da empresa como autónoma igual ou superior a 8.
Em 2013-2014 este valor era de 10 e de 5 em 2010-2012.

Para as empresas do Turismo, os critérios mínimos, quer em termos de VN e de número de trabalhadores, podem não ser cumpridos, mas é obrigatório o cumprimento dos 3 primeiros, em que no caso das Micro empresas deste setor só é possível acederem se forem de atividades inovadoras ou o imóvel onde estão ter valor patrimonial reconhecido.

Com o estatuto de PME Líder, as empresas podem aceder ao de Excelência se cumprirem critérios financeiros ainda mais exigentes, conforme Regulamento das PME Excelência de 2015:

- Notação de *Rating* da SGM ter de estar nos 3 primeiros níveis de *Rating* (1, 2 e 3)
Nos anos anteriores eram considerados 2 níveis *Rating* (1 e 2);
- Indicadores financeiros:
 - *Autonomia Financeira=Capitais Próprios/Ativo Total Líquido* igual ou superior a 35%, crescimento do VN face a 2013 superior ou igual a 5%,
 - *Rendibilidade dos Capitais Próprios=Resultados Líquidos/Capitais Próprios* superior ou igual a 10%
 - *Rendibilidade do Ativo=Resultados Líquidos/Ativo Total Líquido* igual ou acima dos 3%.

¹⁶ De acordo com o IAPMEI, o EBITDA obtém-se por: Vendas e serviços prestados + Subsídio à exploração +/- Variação nos inventários da produção + trabalhos para a própria entidade - Custos das mercadorias vendidas e das matérias consumidas - Fornecimentos e serviços externos - Gastos com o pessoal + Outros rendimentos e ganhos - Outros gastos e perdas.

¹⁷ VN = Vendas + Prestações de Serviços

As empresas do sector do Turismo têm de cumprir o mesmo critério de rating e de AF e adicionalmente, pelo menos, um dos seguintes indicadores: Crescimento positivo do VN face ao ano anterior, $Rentabilidade\ dos\ Capitais\ Próprios = Resultado\ Líquido / Capital\ Próprio$ superior ou igual a 8% e $Rentabilidade\ do\ Ativo = Resultado\ Líquido / Ativo\ Total\ Líquido$ igual ou acima dos 3%.

Do número total de PME, apenas perto de 19% reúnem condições para obter o estatuto de PME Líder e destas somente 21% consegue o de PME Excelência, o que pode traduzir alguma fragilidade do tecido empresarial nacional. A **Tabela 5**, a seguir, apresenta o número de empresas que atingiram os estatutos de Líder e destas quais obtiveram o de Excelência, apurando-se a respetiva representatividade e evolução. Constatou-se que o peso das Excelência nas Líder registou o seu maior pico em 2014, caindo no ano seguinte 4 p.p., isto apesar do possível alargamento da base com a inclusão no critério de *Rating* de mais um nível de risco. Nesta Tabela é também interessante verificar a distribuição das PME Líder e, conseqüentemente, das Excelência pela classe de dimensão, constatando-se a preponderância das Pequenas Empresas.

Tabela 5: Empresas PME Líder e Excelência – a sua distribuição.

Número de Empresas	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Nº	%										
PME Líder	6 776	100	6 679	100	8 334	100	6 824	100	7 733	100	7 270	100
Micro Empresas											277	
Empresas Pequenas	4 937	73	4 745	71	6 099	73	4 912	72	5 606	72	5 063	70
Empresas Médias	1 839	27	1 934	29	2 235	27	1 912	28	2 127	28	1 930	27
PME Excelência	1 105	16	1 411	21	1 314	16	1 103	16	1 845	24	1 509	21
Empresas Pequenas Excelência	835	12	1 036	16	942	11	760	11	1 328	17	nd	
Empresas Médias Excelência	270	4	375	6	372	4	343	5	517	7	nd	

Fonte: Adaptado do IAPMEI

Em linha com as PME, os setores com maior preponderância nos estatutos são a Indústria e o Comércio, com valores próximos dos 40%. O número de empresas Excelência exportadoras tem vindo a aumentar, sendo em 2014 mais 306 empresas que as de 2010, atingindo as 1.110, com o valor das mesmas com crescimento sucessivo, subindo 62%, para os 2.269 milhões de euros.

Analisando os indicadores de síntese das PME Excelência e Líder constantes da **Tabela 6**, infra, constata-se que os seus valores médios das primeiras são ligeiramente superiores, mantendo essa consistência ao longo dos anos.

Tabela 6: Indicadores de síntese das PME Líder e Excelência.

Unid.: Milhões de Euros

Indicadores	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Valor	Média										
Volume de Vendas												
PME Líder	28 644	4,2	31 860	4,8	51 998	6,2	30 553	4,5	35 168	4,5	33 222	4,6
PME Excelência	4 545	4,1	8 084	5,7	6 611	5,0	5 833	5,3	9 025	4,9	7 828	5,2
<i>% PME Excelência nas Líder</i>	16%		25%		13%		19%		26%		24%	
Resultados Líquidos												
PME Líder	1 150	0,2	1 130	0,2	1 106	0,1	978	0,1	1 420	0,2	1 620	0,2
PME Excelência	375	0,3	494	0,4	452	0,3	402	0,4	679	0,4	675	0,4
<i>% PME Excelência nas Líder</i>	33%		44%		41%		41%		48%		42%	
Activo Total Líquido												
PME Líder	25 020	3,7	28 534	4,3	31 727	3,8	28190	4,1	31562	4,1	29 185	4,0
PME Excelência	3 702	3,4	5 588	4,0	4 875	3,7	4 476	4,1	7 091	3,8	6 277	4,2
Capitais Próprios												
PME Líder	10 267	1,5	12 106	1,8	13 849	1,7	13731	2,0	15290	2,0	15 425	2,1
PME Excelência	1 906	1,7	2 858	2,0	2 538	1,9	2 353	2,1	3 863	2,1	3 542	2,3
EBITDA												
PME Líder			3 610	1,0	3 075	0,4	2 735	0,4	3 349	0,4	3 410	0,5
PME Excelência			0,98	0,7	0,37	0,6	0,69	0,7	0,67	0,7	0,76	0,8

Fonte: Adaptado do IAPMEI

Os critérios mais exigentes para que as PME Líder atinjam o estatuto de Excelência explica que as Excelência apresentem melhores indicadores que as primeiras. Tal é evidenciado na **Tabela 7**, onde constam rácios financeiros apurados para os dois subconjuntos de PME. Constatase que as Excelência apresentam elevados níveis de Rendibilidade dos Capitais Próprios, próximos dos 20%, quando comparados com os cerca de 6% das PME apresentados na anterior **Tabela 4**. Contudo, não conseguem obter uma Rendibilidade das Vendas superior, sendo ligeiramente superior nas PME em termos médios. Comparativamente às Líder, as Excelência apresentam melhor Rendibilidade Operacional, dada pelo rácio EBITDA/Ativo.

Tabela 7: Rácios Económico Financeiros das PME Líder e Excelência.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rendibilidade dos Capitais Próprios						
PME Líder	11,2%	9,3%	8,0%	7,1%	9,3%	10,5%
PME Excelência	11,2%	9,3%	8,0%	17,1%	17,6%	19,1%
Autonomia Financeira						
PME Líder	41,0%	42,4%	43,7%	48,7%	48,4%	52,9%
PME Excelência	41,0%	42,4%	43,7%	52,6%	54,5%	56,4%
Rendibilidade Líquida de Vendas						
PME Líder	-	-	-	3,2%	4,0%	4,9%
PME Excelência	-	-	-	6,9%	7,5%	8,6%
EBITDA / Ativo						
PME Líder	-	-	-	9,7%	10,6%	11,7%
PME Excelência	-	-	-	17,0%	17,3%	18,3%

Fonte: Adaptado do IAPMEI

Nos anos de 2010 a 2015 foram 4.148 as empresas que conseguiram obter o estatuto de PME Excelência, tendo existido uma grande rotatividade de empresas, patente no facto de apenas 99 o terem sido sucessivamente e 219 apenas o não conseguirem num dos anos em análise. A **Tabela 8** apresenta: na primeira coluna, o ano em que é atribuído o estatuto de PME Excelência, na segunda coluna, o número de empresas desse ano que obtiveram o estatuto, na terceira coluna os anos em que cada empresa foi PME Excelência, e na quarta coluna, o número de empresas por anos de estatuto.

Tabela 8: PME Excelência – a sua evolução no período de 2011 a 2015.

PME Excelência	Nº de Empresas	Anos de Estatuto	Nº de Empresas
Em 2015	1 508	Em 5 anos	99
Em 2014	1 847	Em 4 anos	219
Em 2013	1 103	Em 3 anos	492
Em 2012	1 314	Em 2 anos	998
Em 2011	1 411	Apenas 1 ano	2 340
Total	4 148	Total	4 148

A distinção de Excelência conferido às PME espelha a solidez financeira destas empresas face às restantes, desde logo pelos exigentes níveis de Rating em que têm de estar enquadradas, conferindo-lhes baixos níveis de risco de crédito reconhecidas pelos Bancos protocolados. Por este motivo, a perceção que os seus parceiros: Clientes, Fornecedores e Credores têm destas empresas confere-lhes capacidade para aceder a condições mais competitivas que as restantes PME. Estas empresas beneficiam, assim, de um instrumento de apoio à tomada de decisão perante opções de investimento.

4. Análise de Dados.

4.1. Dados.

O nosso estudo está focalizado na análise da capacidade que as PME Portuguesas, e em particular as Excelência, têm para concretizarem operações de F&A, recorrendo a endividamento como forma de pagamento. Pretende-se com este estudo confirmar e verificar em que medida estas empresas podem utilizar o financiamento para efetuarem estas operações.

Do universo de PME Portuguesas, a nossa base de incidência são as PME que obtiveram o estatuto de Excelência nos anos de 2011 a 2015, cuja obtenção em cada ano é feita com base na Lista das PME Líder que alcançarem esse estatuto nesse ano, conforme anterior secção 3.3.

A escolha destas empresas, para a nossa análise, deve-se ao facto de os critérios que as mesmas têm de cumprir junto do IAPMEI, para a atribuição do estatuto, lhes conferirem um perfil de desempenho superior e, como tal, enquadradas em níveis de bons riscos para as instituições bancárias parceiras. Numa primeira análise, estas empresas terão boas condições de acesso a financiamento bancário.

Para a construção da base de dados do nosso estudo, extraímos do site do IAPMEI¹⁸ as listagens das empresas PME Excelência em cada um dos anos da análise num total de 4.148 empresas. Tendo em conta a volatilidade da obtenção de estatuto, conforme se verifica na **Tabela 8**, no sentido de uniformizarmos e robustecermos a nossa análise, foram excluídas todas as que em mais do que em dois anos não obtiveram este estatuto, as que obtiveram um VN inferior a 5 milhões de euros, das que obtiveram o estatuto de PME Excelência em 3 anos as que não o foram nos dois últimos anos. As empresas seleccionadas, para uma melhor comparação entre indicadores, foram agrupadas por CAE¹⁹, considerando os dois primeiros dígitos de cada um, de acordo com **Tabela 9**: Comércio, Indústria, Turismo, Serviços, Outros Serviços, Transportes e Logística e Construção, tendo sido excluído o setor da Eletricidade e Gás devido ao número restrito de empresas da amostra. A amostra final resultou em 216 empresas sobre as quais nos iremos debruçar, tendo sido PME Excelência por 3 vezes, 71 Empresas, 96 que o foram em 4 anos e 49 durante os 5 anos em análise. O setor da Indústria apresenta na amostra 110 empresas e o Comércio 77, repartindo-se as restantes pelos outros 4, razão pela qual iremos analisar em separado as empresas dos dois setores mais representativos e as restantes incluídas no Total Geral.

As variáveis que iremos utilizar nos dois métodos escolhidos são extraídas das Demonstrações Financeiras, constantes da Informação Empresarial Simplificada (IES), dos anos de 2010 a 2014. A nossa análise centra-se num período de 5 anos, sendo o mesmo, referido por Neves (2012: 238) como um período de tempo razoável para se efetuarem análises de rácios, para além de a utilização de períodos curtos de estudo ser a melhor opção tendo em conta que os rácios médios variam com o tempo (Altman e Hotchkiss, 2006: 240).

¹⁸ Fonte: <https://www.iapmei.pt/>

¹⁹ CAE-Rev.3, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 381/2007, de 14 de novembro, substitui a CAE-Rev.2.1, a partir de 1 de janeiro de 2008.

Tabela 9: Definição de Categorias de acordo com a Revisão 3 (CAE-Rev3).

Sector	Categoria	CAE (2 dígitos)
INDÚSTRIA	B - Indústrias extractivas	05 a 09
	C - Indústrias transformadoras	10 a 33
CONSTRUÇÃO	F - Construção	41 a 43
COMÉRCIO	G - Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	45 a 47
TRANSPORTES E LOGÍSTICA	H - Transportes e armazenagem	49, 51 a 53
SERVIÇOS	J - Actividades de informação e de comunicação	58 a 63
	L - Actividades imobiliárias	68
	M - Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	69 a 75
	N - Actividades administrativas e dos serviços de apoio	77,78, 80 a 82
	P - Educação	85
	Q - Actividades de saúde humana e apoio social	86 a 88
	R - Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	90 a 92
	S - Outras actividades de serviços	94 a 96
TURISMO	H - Transportes e armazenagem	50
	I - Alojamento, restauração e similares	55 e 56
	N - Actividades administrativas e dos serviços de apoio	79
	R - Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	93

Actividades Excluídas da Análise

A - Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca

D e E - Electricidade e Água

K - Actividades financeiras e de seguros

O - Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória

T - Actividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico e actividades de produção das famílias para uso próprio

U - Actividades dos organismos internacionais e outras instituições extra-territoriais

4.2. Metodologia utilizada.

Com este estudo pretendemos confirmar que as PME Excelência têm efetivamente capacidade de endividamento, todavia, apenas em termos quantitativos, não tendo sido consideradas as variáveis qualitativas, como sejam: a identificação do número de empregados, a forma jurídica e a região onde se encontram e atuam, que deverão ser tidas em consideração no caso das PME numa perspetiva de análise de risco de crédito. Para o efeito, utilizamos duas metodologias: o Método dos Rácios e o Método dos Modelos que permitem apurar a situação financeira das empresas e a probabilidade de falência de uma empresa no espaço temporal de 1 a 2 anos. No caso dos modelos escolhidos, o facto de estarmos a analisar PME`s, a opção recaiu sobre os que melhor se adaptam a estas Empresas, como sejam os modelos preditivos: *Z-Score* de Altman para empresas não cotadas, o *Z''-Score* de Altman e Hotchkiss (2006: 233-264) para empresas não industriais e de mercados emergentes e o modelo para PME`s desenvolvido por Altman e Sabato (2007). A análise dos Rácios permite-nos obter informação acerca da situação das empresas objeto do presente estudo, sendo a mesma complementada com os modelos preditivos de falência.

a) *Método dos Rácios:*

Por definição, rácio é uma relação entre duas variáveis retiradas de dados contabilísticos (Beaver, 1996), permitindo transpor para um conjunto limitado de indicadores informação económico-financeira de acordo com as suas características. É, assim, feita uma classificação dos rácios em função da informação que se pretende transmitir, agrupando-os por classes: Endividamento, Estrutura, que avalia qual o risco para o investidor, Liquidez, que permite avaliar a capacidade de cumprimento dos pagamentos a curto prazo, e de Rendibilidade, que permite aferir a capacidade de as vendas gerarem rentabilidade (Delen, Kuzey e Uyar, 2013). Os rácios utilizados obedeceram a critérios de escolha, como sejam o de terem sido utilizados em estudos anteriores, a necessidade de transmitirem o máximo de informação possível.

A Análise dos Rácios deve ter em conta as suas limitações, tais como: não incorporarem fatores como os efeitos económicos como a inflação ou informação de gestão (Lev e Sunder, 1979), incorporarem dados históricos e não existir uniformização na sua construção (Neves, 2012: 221-222), não terem qualquer informação sobre o futuro e poderem ser manipuláveis pelos gestores, nomeadamente os rácios mais populares (Linden, 2015). A sua utilização tem associados benefícios, como sejam, o de permitirem projetar o futuro com base na informação histórica, o de fornecerem informação para os Credores, Fornecedores e Investidores (Delen, Kuzey e Uyar, 2013). A sua análise isoladamente é pouco relevante, pelo que temos de comparar cada um dos dados em termos históricos da empresa com os das empresas do mesmo setor, assim como o seu enquadramento na economia (Hirsch, 2013).

Na definição dos rácios a utilizar no estudo foi tido em consideração o objetivo que nos propomos, o de aferir a capacidade de endividamento, pelo que os mesmos foram escolhidos em função da informação que pretendemos retirar deles, nomeadamente qual a sua estrutura de capital e de financiamento atual destas empresas. Na **Tabela 10** apresentam-se os rácios agrupados pela sua natureza: Endividamento, Estrutura, Liquidez e Rendibilidade. Detalhando um pouco mais cada um dos grupos de rácios, temos:

- Os rácios de Endividamento: permitem aferir qual a dependência e a estrutura temporal dos Capitais Alheios no financiamento da empresa, indicar a pressão na tesouraria originada pelos encargos financeiros da dívida, por um lado, e na perceção do tempo em que estes serão devidos (no curto prazo e ou no médio e longo prazo), por outro lado. Na nossa análise foram utilizados oito rácios, dos quais cinco de estrutura e três de tesouraria;

- Os rácios de Estrutura: traduzem o nível de financiamento dos Ativos por Capitais Próprios e a capacidade de solver as suas dívidas através do Ativo. Foram utilizados os indicadores de Solvabilidade e Autonomia Financeira, estes os mais usados pelos analistas financeiros;
- Os rácios de Liquidez: transmitem a capacidade de transformação de Ativos em liquidez que permita fazer face aos Passivos de curto prazo. Correspondendo aos meios disponíveis para serem convertidos em dinheiro que possam ser utilizados para liquidar créditos a vencer até um ano. Nesta análise foram utilizados os três rácios de liquidez e o de Fundo de Maneio;
- Os rácios de rentabilidade: possibilitam aferir o retorno conseguido, quer dos capitais investidos, quer em termos operacionais. Para o efeito, foram utilizados os quatro principais rácios de medida de rentabilidade, assim como o efeito de alavanca financeira por forma a medir o efeito da dívida na valorização dos Capitais Próprios;

Em face da análise que se pretende elaborar, a partir destes rácios utilizámos as medidas estatísticas descritivas como a Média, como medida central, e como medidas de dispersão a Variância (em alguns dos indicadores), o Desvio Padrão e o Coeficiente de Variação. Adicionalmente, para testarmos a relação entre os indicadores escolhidos obtivemos com referência ao ano de 2014 a Correlação de Pearson com apuramento de significância.

Tabela 10: Rácios Financeiros.

<i>Natureza</i>	<i>Designação do Rácio</i>	<i>Estrutura do Rácio</i>
Endividamento	Rácio de Estrutura	Passivo Não Corrente / Capital Próprio
	Endividamento	Passivo / (Capital Próprio + Passivo)
	Estrutura de Endividamento	Passivo Corrente / Passivo Total
	Debt-to-Equity	Passivo Total / Capital Próprio
	Estrutura do Passivo	Passivo Corrente / Passivo Não Corrente
	Gastos de Financiamento/VN	Gastos de Financiamento / Volume de Negócios
	Esforço Financeiro	EBITDA / Gastos Financiamento
	Cobertura de Gastos de Financiamento	(EBIT + Rendimentos Financeiros) / Gastos de Financiamento
Estrutura	Solvabilidade	Capital Próprio / Passivo Total
	Autonomia Financeira	Capital Próprio / Ativo Total
Liquidez	Liquidez Reduzida	(Ativo Corrente - Existências) / Passivo Corrente
	Liquidez Geral	Ativo Corrente / Passivo Corrente
	Liquidez Imediata	(Caixa+Depósitos Bancários+Activos Financeiros com Liquidez) / Passivo Corrente
	Fundo Maneio	Ativo Corrente - Passivo Corrente
Rendibilidade	Do Capital Próprio (ROE)	Resultados Líquidos / Capital Próprio
	Do Ativo (RA)	Resultado Operacional / Ativo Total
	Operacional das vendas (ROV)	Resultado Operacional / Volume de Negócios
	Líquida das Vendas (RLV)	Resultado Líquido / Volume de Negócios
	Efeito de Alavanca Financeira	$RA - [(Gastos\ Financiamento - Proveitos\ Financeiros) / Passivo\ Total]$

b) Modelos preditivos de Falência:

Ao longo dos tempos, vários têm sido os modelos preditivos de insolvência desenvolvidos, conforme documentado e sintetizado em alguns trabalhos, veja-se Bellovary, Giacomino e Akers (2007), Dechow, Ak, Sun e Wang (2013) e Jabeur e Fahmi (2014), os quais têm como objetivo ser um indicador de possíveis problemas futuros. Apresentam algumas limitações, como o de preverem situações futuras com base em informação histórica e terem sido testados em regiões geográficas e ramos de atividade distintos (Hirsch, 2013). O objetivo dos modelos é dar um sinal de possível colapso antes do seu acontecimento (Vallini, Ciampi, Gordini e Benvenuti, 2009), pelo que se deve analisar um período de tempo relativamente alargado por forma a permitir tomar medidas corretivas. Na escolha do modelo a utilizar teve-se em conta o sucesso do mesmo medido pela taxa de previsão e a sua adaptabilidade a PME, pois muitos dos modelos foram testados em grandes empresas, existindo poucos em PME.

O primeiro a estudar um modelo para PME foi Edminister em 1972, tendo Altman e Sabato (2007), criado um modelo para PME, alertando para alguns cuidados associados ao facto de se tratarem de PME, como sejam o da informação contabilística ser menos confiável e menos precisa, níveis de decisão pouco segregados, pontos também referidos por Vallini, Ciampi,

Gordini e Benvenuti (2009). No nosso estudo foi utilizado o modelo *Z-Score* desenvolvido por Altman em 1993 direcionado para empresas não cotadas e que resulta do modelo por ele criado em 1968 (Altman, 1968), considerado o modelo de referência nesta área. A utilização do modelo *Z''-Score* de Altman e Hotchkiss, desenvolvido em 2006, apesar de não ser direcionado especificamente a PME, mas sim a empresas não industriais em mercados emergentes, pelo facto de ter sido o modelo genérico empregue por Altman e Sabato (2007) como referência para o desenvolvimento do seu destinado às PME.

O modelo preditivo de falência é um instrumento muito útil em processos de F&A, conforme referido por Altman e Hotchkiss (2006: 281-296) e Neves (2012: 457), por permitir obter informação do estado de saúde financeira das empresas alvo e, assim ajudar na tomada de decisões. Pode, ainda, ser utilizado na gestão corrente, conforme Altman e Hotchkiss (2006: 281-296), por ser um modelo de previsão de falência, pois o gestor pode atuar nos rácios financeiros de forma a levar a empresa para situações favoráveis, evitando assim o sentido desfavorável à empresa.

✓ *Modelo Z-Score de Altman*

Modelo que decorre do inicialmente desenvolvido pelo autor em 1968 para empresas cotadas, tendo este sido ajustado a empresas não cotadas. Assenta numa análise multivariada discriminante de probabilidade de uma empresa entrar em falência num período de 2 anos. Utiliza 5 rácios escolhidos pela representatividade que tinham nas diversas categorias financeiras: Liquidez, Rentabilidade, Endividamento, Solvência e Funcionamento, tendo resultado na fórmula (1). Os resultados obtidos são interpretados por zonas de probabilidade de ocorrência, identificam que sempre que o resultado do Z-Score for inferior ou igual a “1,23”, a Empresa encontra-se em situação de probabilidade elevada de falência, se o resultado se encontrar no intervalo de “1,23” e “2,9” a Empresa encontra-se numa situação de incerteza de probabilidade de falência, e se se apurar um valor superior a “2,9”, a Empresa apresenta uma probabilidade reduzida de falência.

$$Z\text{-Score} = 0,717.(X_1) + 0,847.(X_2) + 3,107.(X_3) + 0,420.(X_4) + 0,998.(X_5) \quad (1)$$

✓ *Modelo Z''-Score de Altman e Hotchkiss*

Decorrente dos anteriores modelos e utilizando a mesma análise estatística, Altman e Hotchkiss desenvolveram, em 2006, o modelo *Z''-Score* direcionado para as empresas não industriais dos

mercados emergentes. Relativamente ao anterior, este modelo retira da sua análise o rácio de funcionamento $X_5 = VN / \text{Ativo Total}$, traduzindo-se na fórmula (2). Também neste modelo a interpretação dos resultados apurados pela fórmula se distribuem por zonas de probabilidade de ocorrência, sendo que quando o resultado do $Z''\text{-Score}$ for inferior ou igual a “1,1”, a Empresa encontra-se com probabilidade elevada de falência, se o resultado se encontrar no intervalo de “1,1” e “2,6” a Empresa encontra-se numa zona de incerteza de probabilidade de falência, e se o valor apurado for superior a “2,6”, a probabilidade de falência é reduzida.

$$Z''\text{-Score} = 6,56.(X_1) + 3,26.(X_2) + 6,72.(X_3) + 1,05.(X_4) \quad (2)$$

Os rácios associados a cada um dos X dos dois modelos que constam das fórmulas (1) e (2), supra, apresentam a seguinte identificação:

- $X_1 = \text{Fundo de Maneio} / \text{Ativo Total}$. Rácio de medida de liquidez dos Ativos Líquidos em face da dimensão da empresa;
- $X_2 = (\text{Resultados Transitados} + \text{Reservas}) / \text{Ativo Total}$. Indicador de Rendibilidade e Endividamento que mede os ganhos e perdas acumuladas que são reinvestidos ao longo da vida da empresa e não distribuídos aos acionistas;
- $X_3 = \text{EBIT} / \text{Ativo Total}$. Mede eficiência operacional da empresa;
- $X_4 = \text{Capital Próprio} / \text{Passivo Total}$. Rácio de Solvabilidade que mede a capacidade de os Capitais Próprios solverem os seus créditos;
- $X_5 = \text{Volume de Negócios} / \text{Ativo Total}$. Este rácio mede a capacidade de geração de vendas com os Ativos disponíveis;

✓ *Modelo para PME de Altman e Sabato*

É um modelo que utiliza a análise paramétrica multivariada, técnica estatística *logit*, considerada pelos autores como adequada a uma situação em que a variável de Probabilidade da Empresa vir a falir a testar é binária (de sim ou não), permitindo a sua utilização nos casos em que as amostras se apresentam de forma desproporcionada. Utilizando informação histórica, esta técnica estatística apura dois valores, “0” ou “1”, sendo que 0 representa a situação em que a Empresa se encontra em situação de probabilidade de incumprimento, e quando a variável obtida é 1, a empresa encontra-se em situação de probabilidade de cumprimento.

Este modelo, à semelhança de muitos outros, categorizou 5 rácios de forma a refletir os indicadores financeiros da Empresa; Liquidez, Rentabilidade, Endividamento, Cobertura e Atividade, tendo sido selecionado um rácio financeiro em cada uma das categorias como sendo os melhores preditores na análise de incumprimento. Foram transformados em logaritmos para obter uma maior capacidade preditiva atingindo de acordo com o estudo, um nível de precisão de 87%. As variáveis identificadas foram representadas em cada um dos X na fórmula (3), ao qual é multiplicado um coeficiente que representa o peso da variável no modelo. O resultado do KPG (*Probability of non-Defaulting*) com $KPG = \exp(KPG)/[1+\exp(KPG)]$, que traduz a probabilidade de não entrar em incumprimento, quando for “0” identifica que a Empresa se encontra em situação de probabilidade de falência e quando for “1” que a Empresa se encontra com probabilidade de cumprimento.

$$KPG = 53,48 + 4,09.(X_1) - 1,13.(X_2) + 4,32.(X_3) + 1,84.(X_4) + 1,97.(X_5) \quad (3)$$

Cada um dos X da fórmula, acima, representa o seguinte Rácio:

- $X_1 = -\text{Log} (1 - \text{EBITDA} / \text{Ativo Total})$. Indicador que mede a *Rentabilidade* gerada pela atividade operacional;
- $X_2 = \text{Log} (\text{Passivo Corrente} / \text{Capital Próprio})$. Rácio de Endividamento que permite obter informação sobre o nível de alavancagem da empresa;
- $X_3 = -\text{Log} [1 - (\text{Resultados Transitados} + \text{Reservas}) / \text{Ativo Total}]$. Rácio de Cobertura cujo resultado permite aferir da cobertura/rendibilidade acumulada gerada ao longo dos exercícios económicos e que não foi distribuída aos acionistas;
- $X_4 = \text{Log} (\text{Disponibilidades} / \text{Ativo Total})$. Mede a liquidez disponível do Ativo que pode ser utilizada para fazer face aos créditos de curto prazo;
- $X_5 = \text{Log} (\text{EBITDA} / \text{Juros e Encargos})$. É um indicador de atividade que compara o resultado operacional gerado em face dos gastos de financiamento;

4.3. Análise dos dados obtidos.

As variáveis (indicadores) a estudar no presente projeto encontram-se reunidas na **Tabela 11**, que reflete, para os cinco anos em análise, os respetivos valores agregados e taxas de crescimento, repartidos pelos dois setores mais representativos, Comércio e Indústria, e o Total Geral de todos os setores. A maioria dos indicadores regista crescimentos a dois dígitos, com exceção do Passivo Corrente, com crescimentos mais modestos, e os Gastos de Financiamento,

que têm vindo a variar negativamente. Estas variações são mais acentuadas nos dois últimos anos.

Tabela 11: Indicadores – valores agregados.

Valores agregados	Unid: mil euros														
	Comércio					Indústria					Total Geral				
	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010
Activo Corrente	544 076	485 847	435 507	413 380	377 264	784 529	673 963	602 758	569 549	531 069	1 522 219	1 338 887	1 198 717	1 132 553	1 046 245
<i>Taxa de Crescimento</i>	12%	12%	5%	10%		16%	12%	6%	7%		14%	12%	6%	8%	
Activo não Corrente	142 110	120 286	99 352	93 355	89 276	376 218	345 782	297 332	286 193	283 426	654 522	587 317	500 365	475 542	462 100
<i>Taxa de Crescimento</i>	18%	21%	6%	5%		9%	16%	4%	1%		11%	17%	5%	3%	
Capital Próprio	384 675	328 545	281 899	250 880	221 604	695 249	572 301	479 257	417 940	374 361	1 269 552	1 074 539	906 284	799 669	712 547
<i>Taxa de Crescimento</i>	17%	17%	12%	13%		21%	19%	15%	12%		18%	19%	13%	12%	
Passivo corrente	237 370	224 257	203 264	201 461	190 627	317 160	331 057	312 472	313 453	294 629	662 148	652 804	605 640	596 510	561 163
<i>Taxa de Crescimento</i>	6%	10%	1%	6%		-4%	6%	0%	6%		1%	8%	2%	6%	
Passivo não corrente	64 141	53 331	49 696	54 394	53 899	148 338	116 387	108 361	124 349	144 156	245 040	198 861	187 159	211 916	232 877
<i>Taxa de Crescimento</i>	20%	7%	-9%	1%		27%	7%	-13%	-14%		23%	6%	-12%	-9%	
Resultado líquido do período	66 703	55 646	38 557	41 145	46 359	146 736	114 015	76 353	62 616	57 269	251 348	203 940	138 624	128 664	126 789
<i>Taxa de Crescimento</i>	20%	44%	-6%	-11%		29%	49%	22%	9%		23%	47%	8%	1%	
Vendas e Serviços prestados	1 168 434	1 063 460	925 415	891 591	848 560	1 317 400	1 199 211	1 084 920	1 016 771	902 706	2 874 226	2 597 067	2 307 016	2 199 713	2 026 382
<i>Taxa de Crescimento</i>	10%	15%	4%	5%		10%	11%	7%	13%		11%	13%	5%	9%	
EBITDA	95 551	84 057	64 919	66 025	74 264	221 981	178 737	146 894	114 323	118 992	374 174	309 503	252 681	222 922	232 904
<i>Taxa de Crescimento</i>	14%	29%	-2%	-11%		24%	22%	28%	-4%		21%	22%	13%	-4%	
EBIT	89 430	77 640	56 503	58 645	64 211	183 539	144 544	108 238	89 574	78 652	319 167	261 064	193 557	177 846	171 501
<i>Taxa de Crescimento</i>	15%	37%	-4%	-9%		27%	34%	21%	14%		22%	35%	9%	4%	
Gastos de Financiamento	3 505	3 590	3 898	3 942	2 741	6 609	6 636	8 295	7 665	6 186	11 578	11 974	14 176	12 821	10 447
<i>Taxa de Crescimento</i>	-2%	-8%	-1%	44%		0%	-20%	8%	24%		-3%	-16%	11%	23%	

A **Tabela 12**, seguinte, resume os Rácios de Endividamento repartidos pelos dois setores Comércio e Indústria e pelo Total Geral que traduz o conjunto dos sectores da nossa amostra.

A análise dos *indicadores de Endividamento* permite-nos verificar que as PME Excelência apresentam:

- Um Passivo essencialmente exigível a curto prazo, patente nos indicadores de *Estrutura de Endividamento* = $\text{Passivo Corrente} / \text{Passivo Total}$, em temos médios acima dos 80% e de *Estrutura do Passivo* = $\text{Passivo Corrente} / \text{Passivo Não Corrente}$ com valores médios muito acima de 1. Os dois setores têm comportamentos muito idênticos entre eles e com o Total Geral, assim como, ao longo do período em estudo. O Desvio Padrão e o Coeficiente de Variação são pouco expressivos.
- Nível de *Endividamento* = $\text{Passivo Total} / (\text{Capital Próprio} + \text{Passivo Total})$ nunca vai além dos 41% e com Desvio Padrão na ordem dos 14% e um Coeficiente de Variação em torno dos 30%. Adicionalmente, este indicador ao longo dos anos e nos dois setores, tem vindo a diminuir, refletindo um reforço dos Capitais Próprios. Os encargos com financiamento apresentam-se pouco expressivos face à atividade, patente nos indicadores de: *Gastos de Financiamento/Volume de Negócios*, inferiores em termos médios a 0,7%, *Cobertura de Gastos de Financiamento* = $(\text{EBIT} + \text{Rendimentos})$

Financeiros) / *Gastos de Financiamento* muito acima de 100% e de *Esforço Financeiro* = $EBITDA / \text{Gastos de Financiamento}$ inexpressiva. O setor da Indústria apresenta ainda um menor impacto dos Gastos de Financiamento no EBITDA e EBIT, comparativamente ao do Comércio, que se tem vindo a acentuar de 2010 para 2015. O comportamento destas empresas não se apresenta homogêneo, traduzido nos elevados valores de Desvio Padrão e Coeficientes de Variação.

- Estabilidade dos recursos sustentada em Capitais Próprios, evidenciada pelos indicadores de $Estrutura = \text{Passivo Não Corrente} / \text{Capitais Próprios}$, com valores inferiores a 1, e $Debt-to-Equity = \text{Passivo Total} / \text{Capital Próprio}$ próximo dos 80%. O setor da Indústria, face ao Comércio, apresenta um ligeiro crescimento do peso do Passivo, em especial Não Corrente.

Tabela 12: Rácios / indicadores.

Designação do Rácio	Comércio					Indústria					Total Geral				
	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010
Estrutura															
<i>Média</i>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
<i>Variância</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
<i>Desvio Padrão</i>	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4
<i>Coeficiente de Variação</i>	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
Endividamento															
<i>Média</i>	43,9%	46,2%	48,2%	51,1%	53,5%	38,5%	42,5%	45,2%	49,4%	52,0%	41,1%	44,2%	46,6%	50,0%	52,5%
<i>Variância</i>	1,9%	1,9%	2,0%	1,9%	2,1%	1,9%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%	2,4%
<i>Desvio Padrão</i>	13,8%	13,9%	14,1%	14,0%	14,6%	13,9%	14,0%	14,3%	14,8%	15,2%	14,4%	14,4%	14,6%	14,9%	15,4%
<i>Coeficiente de Variação</i>	31,5%	30,1%	29,3%	27,3%	27,3%	36,1%	32,8%	31,6%	30,0%	29,2%	34,9%	32,5%	31,2%	29,9%	29,3%
Estrutura de Endividamento															
<i>Média</i>	82,8%	82,8%	82,3%	81,8%	79,9%	78,3%	78,3%	81,5%	78,3%	74,7%	80,5%	80,5%	81,7%	79,4%	76,5%
<i>Variância</i>	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,5%	3,6%	3,3%	3,1%	3,1%	4,1%	3,5%	3,2%	3,2%	3,4%	4,0%
<i>Desvio Padrão</i>	18,1%	17,9%	18,0%	17,5%	18,7%	19,1%	18,1%	17,6%	17,6%	20,2%	18,7%	17,9%	17,8%	18,4%	20,1%
<i>Coeficiente de Variação</i>	21,9%	21,6%	21,9%	21,4%	23,3%	24,3%	23,1%	21,6%	22,5%	27,1%	23,3%	22,2%	21,7%	23,2%	26,3%
Debt-To-Equity															
<i>Média</i>	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	71,5%	84,5%	94,9%	115,0%	131,4%	80,7%	91,2%	101,5%	119,6%	136,0%
<i>Variância</i>	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	16,9%	20,5%	24,7%	38,9%	61,7%	21,5%	23,9%	30,6%	51,8%	80,9%
<i>Desvio Padrão</i>	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%	41,1%	45,2%	49,7%	62,4%	78,5%	46,4%	48,9%	55,4%	72,0%	89,9%
<i>Coeficiente de Variação</i>	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	57,5%	53,5%	52,4%	54,2%	59,8%	57,5%	53,6%	54,5%	60,2%	66,2%
Estrutura do Passivo															
<i>Média</i>	33,4	17,0	14,5	12,7	7,7	234,1	17,0	14,5	12,7	7,7	136,7	190,3	54,4	16,4	23,3
<i>Desvio Padrão</i>	182,1	64,4	26,1	27,5	14,7	1 858,9	64,4	26,1	27,5	14,7	1 356,6	2 078,1	266,8	65,2	140,4
<i>Coeficiente de Variação</i>	5,5	3,8	1,8	2,2	1,9	7,9	3,8	1,8	2,2	1,9	9,9	10,9	4,9	4,0	6,0
Gastos de Financiamento															
<i>Média</i>	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,7%	0,6%	0,6%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%
<i>Variância</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Desvio Padrão</i>	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,9%	1,1%	0,7%	0,7%
<i>Coeficiente de Variação</i>	112%	115%	115%	113%	130%	132%	123%	116%	117%	131%	171%	185%	170%	126%	132%
Esforço Financeiro															
<i>Média</i>	208	216	5 356	455	708	1 118	847	231	7 463	226	692	544	2 081	4 157	404
<i>Desvio Padrão</i>	556	1 114	40 206	1 716	4 221	5 246	3 841	713	75 082	4 253	3 798	2 858	23 810	54 784	3 945
<i>Coeficiente de Variação</i>	3	5	8	4	6	5	5	3	10	19	5	5	11	13	10
Cobertura de Gastos de Financiamento															
<i>Média</i>	210	191	3 860	374	581	904	589	200	15 345	884	579	399	1 499	8 321	688
<i>Desvio Padrão</i>	507	935	29 614	1 363	3 372	4 469	2 198	632	157 123	8 898	3 235	1 698	17 526	114 637	6 652
<i>Coeficiente de Variação</i>	2,4	4,9	7,7	3,6	5,8	4,9	3,7	3,2	10,2	10,1	5,6	4,3	11,7	13,8	9,7

Tabela 13: Rácios de Estrutura.

Designação do Rácio	Comércio					Indústria					Total Geral				
	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010
Solvabilidade															
<i>Média</i>	162%	146%	136%	117%	106%	216%	182%	163%	137%	119%	192%	168%	152%	132%	118%
<i>Variância</i>	149%	118%	116%	71%	62%	360%	293%	259%	209%	108%	275%	221%	200%	182%	113%
<i>Desvio Padrão</i>	122%	109%	108%	84%	78%	190%	171%	161%	144%	104%	166%	149%	141%	135%	106%
<i>Coefficiente de Variação</i>	75%	74%	79%	72%	74%	88%	94%	99%	106%	88%	86%	89%	93%	102%	90%
Autonomia Financeira															
<i>Média</i>	56,1%	53,8%	51,8%	48,9%	46,5%	61,5%	57,5%	54,8%	50,6%	48,0%	58,9%	55,8%	53,4%	50,0%	47,5%
<i>Variância</i>	1,9%	1,9%	2,0%	1,9%	2,1%	1,9%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%	2,4%
<i>Desvio Padrão</i>	13,8%	13,9%	14,1%	14,0%	14,6%	13,9%	14,0%	14,3%	14,8%	15,2%	14,4%	14,4%	14,6%	14,9%	15,4%
<i>Coefficiente de Variação</i>	25%	26%	27%	29%	31%	23%	24%	26%	29%	32%	24%	26%	27%	30%	32%

As PME Excelência, conforme expresso na **Tabela 13**, apresentam indicadores médios de *Estrutura* robustos, suportados pelos elevados níveis de Capitais Próprios, suficientes para solverem os seus créditos e assegurarem uma porção significativa dos seus Ativos. Tal é evidenciado pelos seus indicadores de *Solvabilidade*=*Capital Próprio/Passivo Total* próximo dos 200% e de *Autonomia Financeira*=*Capital Próprio/Ativo Total* próximo dos 60%. Nas PME o valor médio da *Autonomia Financeira* situa-se nos 30%. O setor da Indústria apresenta-se mais reforçado que o do Comércio, com ambos a registarem evoluções muito favoráveis.

Tabela 14: Rácios de Liquidez.

Designação do Rácio	Comércio					Indústria					Total Geral				
	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010
Liquidez reduzida															
<i>Média</i>	1,9	1,8	1,7	1,5	1,5	2,2	1,9	1,7	1,6	1,6	2,1	1,9	1,7	1,8	1,7
<i>Variância</i>	1,5	1,3	0,8	0,5	0,5	1,7	1,4	1,3	1,4	0,9	1,6	1,4	1,2	5,4	1,1
<i>Desvio Padrão</i>	1,2	1,2	0,9	0,7	0,7	1,3	1,2	1,2	1,2	0,9	1,2	1,2	1,1	2,3	1,0
<i>Coefficiente de Variação</i>	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	1,3	0,6
Liquidez Geral															
<i>Média</i>	2,6	2,5	2,4	2,2	2,1	2,9	2,4	2,3	2,2	2,1	2,7	2,4	2,3	2,3	2,1
<i>Variância</i>	2,0	2,1	1,5	0,8	0,6	2,1	1,8	1,6	1,8	1,4	2,0	1,8	1,6	5,5	1,3
<i>Desvio Padrão</i>	1,4	1,4	1,2	0,9	0,8	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4	1,4	1,3	2,4	1,2
<i>Coefficiente de Variação</i>	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	1,0	0,5
Liquidez Imediata															
<i>Média</i>	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5
<i>Variância</i>	0,8	0,5	0,4	0,2	0,2	0,9	0,7	0,9	0,8	0,4	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6
<i>Desvio Padrão</i>	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4	0,9	0,8	1,0	0,9	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
<i>Coefficiente de Variação</i>	1,3	1,1	1,1	1,2	1,0	1,1	1,3	1,7	1,7	1,3	1,2	1,2	1,4	1,5	1,4
Fundo de Maneio															
<i>Média (mil euros)</i>	3 983	3 397	3 016	2 752	2 424	4 249	3 117	2 639	2 328	2 149	3 982	3 176	2 746	2 482	2 246

Estas empresas apresentam significativos níveis de *Liquidez*, conforme **Tabela 14**, que se têm vindo a reforçar de 2010 para 2014, evidenciado pela existência de Ativos Correntes superiores aos seus Passivos Correntes, o que confirma a existência de um Fundo de Maneio positivo. Os indicadores de *Liquidez Geral* = *Ativo Corrente / Passivo Corrente* e *Liquidez Reduzida* = $(\text{Ativo Corrente} - \text{Existências}) / \text{Passivo Corrente}$ registam valores médios de, respetivamente, 2,7 e 2,1, muito acima dos 1,2 e 1 apresentados pelas PME. A *Liquidez Imediata* que mede o nível de Ativos que são possíveis de ser transformados em disponibilidades para fazer face a

créditos exigíveis no imediato, apresenta-se crescente em termos médios nos dois setores e a aproximarem-se de 1. Se a Liquidez Geral e Reduzida apresenta Coeficientes de Variação inferiores aos valores da média, a Liquidez Imediata tem um comportamento diferente, havendo na amostra um maior afastamento face à média. Apresentam valores médios de Fundo Manexo sempre positivos e crescentes ao longo dos anos, sendo ligeiramente superiores na Indústria.

Tabela 15: Rácios de Rendibilidade.

Designação do Rácio	Comércio					Indústria					Total Geral				
	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010
Rendibilidade Capitais Próprios															
<i>Média</i>	18,3%	17,5%	15,2%	18,1%	26,5%	22,1%	20,7%	17,2%	15,6%	16,1%	20,5%	19,6%	16,6%	16,6%	20,9%
<i>Variância</i>	0,5%	0,6%	1,1%	2,1%	29,7%	0,9%	1,0%	0,8%	0,7%	1,0%	1,0%	0,9%	1,1%	2,2%	11,7%
<i>Desvio Padrão</i>	7,0%	7,9%	10,5%	14,5%	54,5%	9,4%	10,1%	8,7%	8,5%	9,9%	10,2%	9,6%	10,5%	14,7%	34,2%
<i>Coefficiente de Variação</i>	38,2%	45,5%	68,7%	80,5%	205,3%	42,6%	48,5%	50,5%	54,3%	61,4%	49,8%	48,7%	63,3%	88,4%	163,4%
Rendibilidade do Ativo															
<i>Média</i>	13,7%	12,6%	11,2%	12,1%	13,3%	17,3%	15,5%	13,1%	11,0%	10,4%	15,7%	14,3%	12,4%	11,7%	11,9%
<i>Variância</i>	0,3%	0,4%	0,5%	1,0%	1,0%	0,7%	0,7%	0,5%	0,3%	0,4%	0,7%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%
<i>Desvio Padrão</i>	5,8%	6,3%	7,1%	9,9%	9,9%	8,6%	8,4%	6,8%	5,9%	6,4%	8,4%	7,7%	7,4%	8,6%	8,3%
<i>Coefficiente de Variação</i>	42,4%	49,9%	63,8%	81,9%	74,7%	49,6%	54,0%	51,8%	53,5%	61,0%	53,2%	53,8%	59,8%	73,7%	69,6%
Rendibilidade Operacional															
<i>Média</i>	8,8%	8,0%	6,9%	7,4%	7,9%	14,4%	12,4%	10,4%	8,9%	8,8%	12,5%	11,2%	9,4%	9,0%	9,2%
<i>Variância</i>	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,8%	0,7%	0,4%	0,6%	0,6%
<i>Desvio Padrão</i>	6,2%	6,1%	5,3%	6,5%	6,1%	7,1%	6,1%	5,6%	5,2%	5,8%	8,8%	8,4%	6,7%	8,0%	7,6%
<i>Coefficiente de Variação</i>	70,5%	76,6%	76,1%	88,2%	76,6%	49,5%	49,5%	54,4%	58,3%	65,5%	69,9%	75,1%	70,9%	88,8%	82,8%
Rendibilidade Líquida das Vendas															
<i>Média</i>	6,6%	5,8%	4,7%	5,2%	5,8%	11,4%	9,7%	7,4%	6,3%	6,4%	9,9%	8,8%	6,8%	6,6%	7,0%
<i>Variância</i>	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%	0,6%	0,3%	0,5%	0,5%
<i>Desvio Padrão</i>	5,2%	4,4%	3,9%	4,8%	4,7%	5,8%	5,1%	4,3%	4,0%	4,7%	7,4%	7,6%	5,7%	7,1%	6,8%
<i>Coefficiente de Variação</i>	79,2%	75,7%	81,4%	93,0%	80,7%	50,9%	52,7%	58,0%	63,6%	73,2%	75,2%	86,7%	84,6%	107,6%	97,8%
Efeito de Alavanca Financeira															
<i>Média</i>	12,9%	11,8%	10,3%	11,3%	12,6%	16,4%	14,6%	12,0%	10,0%	9,6%	14,9%	13,4%	11,4%	10,8%	11,1%
<i>Variância</i>	0,4%	0,4%	0,5%	1,0%	1,0%	0,8%	0,8%	0,5%	0,4%	0,4%	0,8%	0,7%	0,6%	0,8%	0,7%
<i>Desvio Padrão</i>	6,0%	6,5%	7,3%	10,0%	10,2%	9,2%	9,0%	7,0%	6,2%	6,6%	8,8%	8,1%	7,7%	8,8%	8,6%
<i>Coefficiente de Variação</i>	46,3%	54,6%	70,2%	88,2%	81,5%	56,0%	61,6%	58,5%	61,7%	68,8%	59,0%	60,6%	67,2%	81,9%	77,4%

São empresas com bom desempenho e capacidade de gerar resultados medidos pelos níveis de *Rendibilidade*, **Tabela 15**, conseguidos quando comparados com a média da generalidade das Empresas nacionais. A Indústria apresenta indicadores ligeiramente melhores que o Comércio. A remuneração dos Capitais Próprios, medida pelo rácio *Resultados Líquidos / Capital próprio*, apresenta-se no geral destas empresas e em termos médios perto dos 20%, com Desvio Padrão inferior a 10% e um Coeficiente de Variação face à média que oscila entre os 38% e os 50%. A Rendibilidade conseguida pelas Vendas, quer em termos operacionais, quer líquidos, é superior na Indústria face ao Comércio, mas está em linha com a generalidade das restantes PME. O resultado gerado pela atividade operacional face aos Ativos, medido pelo rácio *Rendibilidade do Ativo = Resultados Operacionais / Ativo Total*, situa-se muito acima da que é gerada pela generalidade das PME. O Efeito de Alavanca Financeiro, devido ao reduzido endividamento, ronda em 2014 os 15%.

Da análise à correlação existente entre rácio, apresentada no **Anexo 1**, podemos constatar uma correlação positiva forte com “r” (coeficientes de correlação) acima dos “0,5” e em alguns casos próximo de “1” (quase perfeita), significando que a variação de um está associada à variação de outro, no mesmo sentido, entre alguns conjuntos de rácios:

- Solvabilidade, Autonomia Financeira, Liquidez Geral e Liquidez reduzida;
- Rendibilidade do Capital Próprio, do Ativo e das Vendas (Operacional e Líquido);
- Estrutura, Endividamento e *Debt-to-Equity*;

Do lado inverso, ou seja, com forte correlação negativa, em que a evolução associada a uma variável é em sentido inverso à outra, em que o “r” é inferior a “-0,5”, temos:

- *Debt-to-Equity* e Endividamento, com qualquer um dos rácios de Solvabilidade, Autonomia Financeira, Liquidez (Geral, Reduzida e Imediata);

Complementarmente à análise feita até aqui aos rácios utilizados para aferir o Equilíbrio Financeiro de curto e de longo prazo, assim como da Rendibilidade, das PME Excelência, passamos de seguida à análise dos três modelos preditivos, começando pelos indicadores utilizados em cada um.

Tabela 16: Modelos Preditivos de Falência – *Z-Score* e *Z''-Score*.

Modelos	Comércio					Indústria					Total Geral				
	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010
Nº Total de Empresas	77	77	77	77	77	110	110	110	110	110	216	216	216	216	216
Z-Score															
<i>Média</i>	3,77	3,64	3,53	3,43	3,37	3,39	3,11	2,93	2,72	2,59	3,54	3,34	3,19	3,04	2,95
<i>Intervalos do Modelo (Nº Empresas)</i>															
<i>Z-Score < 1,23</i>	0	0	0	0	0	1	1	1	1	3	3	2	2	2	4
<i>1,23 <= Z-Score <= 2,9</i>	26	31	34	32	36	42	52	58	67	68	79	96	105	114	119
<i>Z-Score > 2,90</i>	51	46	43	45	41	67	57	51	42	39	134	118	109	100	93
Z''-Score															
<i>Média</i>	6,70	6,24	5,92	5,49	5,17	7,42	6,41	5,87	5,20	4,83	6,99	6,28	5,83	5,33	5,01
<i>Intervalos do Modelo (Nº Empresas)</i>															
<i>Z''-Score < 1,1</i>	1	1	0	1	1	0	0	0	1	1	1	2	1	4	5
<i>1,1 <= Z''-Score <= 2,6</i>	0	1	3	2	5	2	4	6	18	22	5	7	12	23	30
<i>Z''-Score > 2,6</i>	76	75	74	74	71	108	106	104	91	87	210	207	203	189	181

Da análise aos Modelos Preditivos de Falência, **Tabela 16**, acima, o *Z-Score* é o que evidencia um número superior de empresas em situação de incerteza de probabilidade de falência, ainda que decrescente, sendo de 79 no total, essencialmente nos setores do Comércio e da Indústria, atingindo uma média do resultado do *Z-Score* acima de 3. Com a retirada do indicador de funcionamento (X_5), o modelo *Z''-Score*, o número de empresas na chamada zona cinzenta

aproximaram-se quase do 0. Observando cada um dos indicadores que contribuem para o apuramento de cada um dos resultados dos modelos e que contam da **Tabela 17** a seguir apresentada podemos verificar:

- A evidência de Fundos de Maneio elevados, capazes de financiar uma parte significativa dos seus Ativos em mais de 40%;
- Os resultados gerados por estas empresas são em grande medida nelas retidos e reinvestidos, contribuindo para o reforço dos Capitais Próprios que apresentam, situação que é transversal na amostra, tendo em conta o Desvio Padrão e Coeficiente de variação apresentado pelo indicador X_2 ;
- Os Ativos de que estas empresas dispõem são um forte contributo para que as empresas tirem o melhor proveito a nível da rentabilidade económica, assim como gerar significativos VN, conforme se pode constatar pelos valores dos Indicadores X_3 e X_5 ;

Tabela 17: Rácios Financeiros – Modelos Z -Score e Z'' -Score.

Rácios utilizados em cada um dos X	Comércio					Indústria					Total Geral				
	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010
X1 = Fundo Maneio/ Ativo Total															
Média	44%	42%	40%	38%	35%	43%	37%	35%	32%	32%	42%	37%	35%	32%	32%
Variância	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	4%
Desvio Padrão	17%	17%	17%	16%	17%	17%	17%	18%	19%	20%	18%	17%	18%	19%	20%
Coeficiente de Variação	39%	41%	42%	43%	48%	39%	46%	51%	59%	62%	43%	46%	51%	59%	62%
X2 = (Resultados Transitados+Reservas)/Ativo Total															
Média	37%	35%	34%	30%	26%	36%	32%	31%	28%	25%	36%	32%	31%	28%	25%
Variância	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	4%
Desvio Padrão	14%	14%	15%	16%	17%	17%	17%	18%	18%	19%	17%	17%	18%	18%	19%
Coeficiente de Variação	39%	41%	46%	53%	65%	46%	52%	60%	65%	79%	46%	52%	60%	65%	79%
X3 = EBIT / Ativo Total															
Média	14%	13%	11%	12%	13%	17%	15%	13%	11%	10%	17%	15%	13%	11%	10%
Variância	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Desvio Padrão	6%	6%	7%	10%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	9%	8%	7%	6%	6%
Coeficiente de Variação	42%	50%	64%	82%	75%	50%	54%	52%	54%	61%	50%	54%	52%	54%	61%
X4 = Capital Próprio / Passivo Total															
Média	162%	146%	136%	117%	106%	216%	182%	163%	137%	119%	216%	182%	163%	137%	119%
Variância	149%	118%	116%	71%	62%	360%	293%	259%	209%	108%	360%	293%	259%	209%	108%
Desvio Padrão	122%	109%	108%	84%	78%	190%	171%	161%	144%	104%	190%	171%	161%	144%	104%
Coeficiente de Variação	75%	74%	79%	72%	74%	88%	94%	99%	106%	88%	88%	94%	99%	106%	88%
X5 = Volume de Negócios / Ativo Total															
Média	204%	204%	204%	204%	204%	134%	134%	134%	134%	134%	134%	134%	134%	134%	134%
Variância	194%	194%	194%	194%	194%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Desvio Padrão	139%	139%	139%	139%	139%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Coeficiente de Variação	68%	68%	68%	68%	68%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%

O modelo para PME, apresentou um resultado de $KPG = 1$ para as 100% das empresas da amostra, ou seja, a totalidade das Empresas não se encontram com probabilidade de falência.

Tabela 18: Rácios Financeiros – Modelos de *Altman* e *Sabato*.

Indicadores	Comércio					Indústria					Total Geral				
	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010	2014	2013	2012	2011	2010
EBITDA / Ativo Total															
Média	15%	14%	13%	14%	16%	22%	19%	18%	16%	16%	19%	17%	17%	16%	16%
Variância	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	1%
Desvio Padrão	8%	8%	8%	10%	11%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	12%	12%	13%	12%
Coefficiente de Variação	51%	58%	65%	73%	69%	63%	73%	76%	87%	80%	67%	70%	75%	80%	73%
Passivo Corrente / Capitais Próprios															
Média	72%	80%	87%	99%	116%	53%	66%	74%	87%	93%	62%	72%	80%	93%	102%
Variância	15%	19%	23%	38%	104%	9%	14%	17%	25%	33%	13%	16%	21%	36%	62%
Desvio Padrão	39%	44%	48%	62%	102%	31%	38%	42%	50%	58%	37%	41%	46%	60%	79%
Coefficiente de Variação	55%	55%	55%	62%	88%	58%	57%	56%	58%	62%	59%	56%	57%	65%	77%
(Resultados Transitados+Reservas)/Ativo Total															
Média	37%	35%	34%	30%	26%	36%	32%	31%	28%	25%	36%	33%	32%	28%	25%
Variância	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	2%	2%	3%	3%	3%
Desvio Padrão	14%	14%	15%	16%	17%	17%	17%	18%	18%	19%	15%	16%	17%	17%	18%
Coefficiente de Variação	39%	41%	46%	53%	65%	46%	52%	60%	65%	79%	43%	47%	53%	59%	72%
Disponibilidades / Ativo Total															
Média	18%	17%	16%	15%	15%	18%	15%	13%	13%	15%	18%	17%	16%	15%	15%
Variância	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Desvio Padrão	16%	15%	15%	16%	14%	15%	13%	13%	13%	14%	16%	15%	15%	15%	15%
Coefficiente de Variação	89%	91%	93%	110%	99%	81%	87%	94%	97%	94%	84%	90%	97%	102%	97%
EBITDA / Gastos de Financiamento															
Média	208	216	5 356	455	708	1 118	847	231	7 463	226	692	544	2 081	4 157	404
Desvio Padrão	556	1 114	40 206	1 716	4 221	5 246	3 841	713	75 082	4 253	3 798	2 858	23 810	54 784	3 945
Coefficiente de Variação	3	5	8	4	6	5	5	3	10	19	5	5	11	13	10

Este modelo introduz na nossa análise dois indicadores diferentes de medida de endividamento e liquidez, até agora não expostos, constantes da **Tabela 18**, são eles, *Passivo Corrente / Capitais Próprios* e *Disponibilidades / Ativo Total*. Se o primeiro rácio verifica que as empresas em análise têm expressivos Capitais Próprios capazes de fazer face ao exigível de curto prazo, existindo neste ponto alguma dispersão face à média da amostra medida pelo Coeficiente de Variação acima dos 50%. O segundo traduz nestas empresas uma liquidez imediata dos seus Ativos interessante.

Os indicadores dos três modelos, conforme **Tabela 19**, apresentam entre eles uma fraca correlação positiva ou negativa.

Tabela 19: Correlação de Pearson dos Modelos Preditivos com referência ao ano de 2014.

		Z-Score e Z'-Score (a)				
		X1	X2	X3	X4	X5
X1	Correlação de Pearson	1				
	Sig. (2 extremidades)					
X2	Correlação de Pearson	,459**	1			
	Sig. (2 extremidades)	,000				
X3	Correlação de Pearson	,357**	,088	1		
	Sig. (2 extremidades)	,000	,197			
X4	Correlação de Pearson	,427**	,651**	,303**	1	
	Sig. (2 extremidades)	,000	,000	,000		
X5	Correlação de Pearson	,028	-,055	-,011	-,119	1
	Sig. (2 extremidades)	,688	,421	,874	,082	

** A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

(a) No modelo Z'-Score o Indicador X5, não é utilizado

		Z-Score de Altman e Sabato				
		X1	X2	X3	X4	X5
X1	Correlação de Pearson	1				
	Sig. (2 extremidades)					
X2	Correlação de Pearson	-,284**	1			
	Sig. (2 extremidades)	,000				
X3	Correlação de Pearson	,057	-,686**	1		
	Sig. (2 extremidades)	,407	,000			
X4	Correlação de Pearson	,235**	-,315**	,308**	1	
	Sig. (2 extremidades)	,001	,000	,000		
X5	Correlação de Pearson	,429**	-,442**	,478**	,364**	1
	Sig. (2 extremidades)	,000	,000	,000	,000	

** A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

4.4. Sumário de Resultados

A proposta deste estudo foi a da verificação da capacidade de endividamento das PME Excelência, tendo-nos suportado em duas metodologias complementares, a análise de rácios e os modelos preditivos de falência. A capacidade de endividamento por nós percecionada como o impacto que a introdução de dívida possa ter na estrutura de capital destas empresas, tendo presente de que não existe um nível ótimo de endividamento, tal como referido por Brealey, Myers e Allen (2013: 430). No que à capacidade para obter financiamento diz respeito, esta está associada ao nível de risco que as empresas apresentem junto dos seus financiadores, o que no caso das PME Excelência tal já está implícito nos critérios que têm de cumprir, nomeadamente o de o *Rating* implicar reduzido nível de risco (1, 2 e 3).

A introdução de dívida, direcionada neste estudo ao investimento em F&A, configura uma operação de médio e longo prazo e tem, sobretudo, o seu impacto em termos de Balanço no Passivo, mais concretamente no Não Corrente, pela contabilização da dívida, e no Ativo também ele Não Corrente, na parte respeitante ao investimento efetuado. Tem, igualmente, efeito nos resultados apurados, devido aos Juros que são suportados para remunerar os credores, assim como o respetivo efeito fiscal. O impacto nos resultados tem, assim por esta introdução, repercussões na rentabilidade conseguida.

Os resultados da análise de dados efetuada, à luz dos indicadores utilizados, levam-nos a conjecturar que possa existir margem para introduzir dívida, tendo em conta as evidências verificadas, o que se traduz na hipótese testada da existência de capacidade adicional de endividamento por parte das PME Excelência. Como primeiro contributo para o nosso argumento está o facto de estarmos perante empresas com reduzidos Passivos que representam pouco mais de 41% do Ativo Total, e como tal, com possibilidade de sofrer incrementos, confortados pelos elevados Capitais Próprios, que superam em aproximadamente 200% o atual Passivo, e a níveis que permitam manter o equilíbrio da estrutura financeira. Este incremento adicional de Passivo, que deverá ser de médio e longo prazo, possibilitará, ainda, uma melhor repartição dentro da Estrutura do Passivo entre o curto e o médio e o longo prazo, que na situação atual assenta no curto prazo, o que provoca uma excessiva pressão financeira no imediato. Outro ponto de sustentação do nosso argumento está associado ao incremento dos Juros suportados com a dívida, pois consideramos que existe folga para o seu incremento em face da atual Cobertura de Financiamento e do Esforço Financeiro existente, considerando os

atuais níveis de EBITDA e EBIT. A Liquidez de curto prazo não será muito afetada, tendo em conta que do lado do Ativo o impacto do investimento se fará sobre o Não Corrente.

Esta capacidade de endividamento adicional também resulta do facto de estas empresas disporem de Ativos Tangíveis consideráveis passíveis de ser dados em colateral, que representam, em termos agregados e médios, acima dos 21% do Ativo Total

5. Conclusões

O objetivo a que nos propomos neste estudo procura indagar em que medida as empresas consideradas de Excelência têm capacidade de endividamento para concretizarem F&A como processo de crescimento, em alternativa ao organizacional. O foco do nosso estudo é assim o endividamento, em que também utilizamos o termo dívida, entendido como Capital Alheio, associado às F&A, concretizadas por empresas de Excelência. A revisão de literatura feita visa encontrar respostas às questões colocadas e procurarmos com recurso a duas metodologias a análise de rácios e preventivos de falência encontrar resposta para a dúvida relacionada com a capacidade de endividamento.

O estatuto de PME Excelência é conseguido por cumprirem essencialmente critérios de índole financeira e muito apertados que as distingue das restantes PME. Esta distinção incorpora, para as instituições envolvidas na sua atribuição, um baixo nível de risco e, como tal, competência para aceder a financiamento e em condições mais vantajosas que as restantes PME, em situações semelhantes. Contrariamente às PME em que existe assimetria de informação estas empresas assemelham-se às GE por terem igualmente melhor informação financeira tendo em conta os formalismos que são obrigados a cumprir para a sua candidatura a PME Excelência.

Para além da facilidade de acesso a crédito com disponibilização de linhas de crédito, inferimos do nosso estudo que as PME Excelência por apresentarem níveis reduzidos de Passivo, associados a elevados Capitais Próprios, reduzido impacto dos juros nos EBITDA gerados, apresentam capacidade de endividamento. Destaca-se, ainda, a evidência de consideráveis Ativos Tangíveis no seus Balanços que possam ser dados em colateral.

Quando se pensa em crescimento, em face das diversas alternativas que os gestores podem adotar, levou-nos a colocar a questão se *a estratégia de crescimento das PME Excelência para ganharem quota de mercado e/ou internacionalizarem-se através de F&A, pode ser uma alternativa ao crescimento organizacional?* Constatamos que o crescimento das empresas se

torna mais rápido e com menos riscos operacionais e financeiros se for concretizado via F&A, comparativamente ao organizacional, que envolve afetação de recursos e mais tempo. No caso das PME, incluindo as de Excelência, dada a sua dimensão e a menor disponibilidade de recursos, leva a considerar que crescer pela via das F&A seja menos arriscado e menos moroso. Outra alternativa de crescimento é através da internacionalização que, devido às inúmeras barreiras muitas vezes existentes, a aquisição de empresas já instaladas localmente torna-se um meio mais eficiente e menos avesso ao insucesso.

Na situação de aquisições transfronteiriças, para que as mesmas se tornem irrecusáveis, o meio mais eficaz a utilizar é o dinheiro, o que implica que a adquirente tenha de ter solidez financeira e/ou facilidade de acesso a financiamento externo, condições estas patentes nas PME Excelência.

As linhas de crédito passíveis de serem contratadas e a liquidez disponível nestas empresas associada à capacidade de endividamento convertem-se numa oportunidade destas empresas efetuarem F&A.

Pelo estatuto que estas empresas apresentam, podem desempenhar um papel importante na reestruturação de empresas em dificuldades por restrições financeiras, mas que tenham potencial de crescimento ou disponham de ativos não estratégicos que possam ser alienados em condições mais vantajosas de mercado. Podem, assim, retirar potenciais ganhos através da subvalorização que estes alvos apresentem. Do mesmo modo, a existência de oportunidades de crescimento em alvos mais pequenos é uma alternativa, uma vez que a situação financeira das mesmas lhes permite tirar vantagens de se posicionarem como adquirentes.

A escolha do método de pagamento no momento da F&A verifica-se estar relacionado com a posição de controlo antes e depois da sua ocorrência, sendo que a melhor forma de a salvaguardar é utilizar dinheiro como já se notou, método mais ajustado às PME por não recorrerem ao mercado de capitais. Esta escolha implica optar entre Capitais Próprios ou Capital Alheio, o que, no caso das PME Excelência, o financiamento se torna uma opção viável.

Constata-se que nestas PME o facto de poderem aceder a dívida a utilizar em F&A possibilita-lhes ter uma maior agressividade na determinação do preço da oferta, face a concorrentes interessados na mesma, e confere-lhes a possibilidade de adquirir parte substancial do alvo sem dispor de significativos Capitais Próprios.

A utilização de dívida num processo de F&A tem associados vários aspetos de reflexão, tendo em conta as consequências para as empresas envolvidas, quer na fase de pré-F&A, quer na pós-F&A. Um deles é o seu impacto na Estrutura de Capital e nos FCF disponíveis afetos, ou a afetar, ao serviço da dívida, partindo as PME Excelência de um reduzido nível de endividamento e de gerarem EBITDA que permite incorporar juros de dívida adicional. Outro aspeto é o efeito disciplinador introduzido nas organizações devido à menor disponibilização de FCF e a incorporação de mais risco de falência, sendo uma oportunidade destas, ainda, conseguirem crescer mais melhorando a utilização de recursos.

A dívida permite uma menor utilização de capitais próprios, o que, desde logo, evita aumentar a sua remuneração normalmente superior à do custo da dívida, apesar do aumento do risco de falência que também incrementa a remuneração exigida pelos Capitais Próprios e pela dívida.

À dívida associa-se a remuneração que os Credores exigem pelo capital, a qual tem implícita uma taxa de juro a suportar, o que nos leva à colocação da questão se *no atual contexto de níveis baixos das Taxas de Juro, será este um período favorável a operações de F&A com recurso a dívida?* A verificação de que os fatores macroeconómicos, como a evolução das taxas de juro e do PIB, são determinantes num processo de F&A, essencialmente se o mesmo implica o recurso a capital alheio, devido ao seu impacto nos Juros a suportar.

As PME Excelência têm em momentos de baixas taxa de juro oportunidades de crescimento pela via de F&A utilizando dívida, com a mesma a ter impacto na rendibilidade da operação, que poderá ainda beneficiar de condições financeiras e em prazos favoráveis concedidos pelos financiadores. Por outro lado, as condições favoráveis conseguidas, adicionadas aos benefícios fiscais resultantes da utilização de dívida, permitem um posicionamento vantajoso na oferta.

Os momentos de crise provocam o estreitamento do mercado e trazem dificuldades acrescidas às empresas mais frágeis, dificultando o seu acesso ao crédito. As PME Excelência, aproveitando as suas inerentes condições, têm, nestes períodos, possibilidade de se tornarem adquirentes, podendo ter um papel ativo na reestruturação de empresas em dificuldades financeiras, mas que sejam viáveis, ou que apresentem ativos não estratégicos passíveis de serem alienados em condições de mercado adequados por não existir pressão na sua alienação.

Pelo atrás exposto, estamos em condições de propor, e respondendo à questão levantada, que nas F&A, tendo como enfoque a forma de pagamento o recurso a capital alheio, estas empresas têm capacidade para se endividarem, sem afetar o equilíbrio da sua estrutura de capital.

Bibliografia

Agliardi, E., Amel-Zade, A. & Kousis, N. 2015. *Leverage changes and growth options in mergers and acquisitions*. Annual Meeting Paper, Midwest Finance Association 2013.

Almeida, H., Campelo, M. & Hackbardh, D.. 2011. *Liquidity mergers*. Working Paper 16724, National Bureau of Economic Research.

Altman, E.I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23: 589-609

Altman, E.I. & Hotchkiss. 2006. *Corporate financial distress and bankruptcy. Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* (3th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Altman, E.I. & Sabato G.. 2007. *Modelling credit risk for SMEs: Evidence from the U.S. market*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=872336>.

Anderson, H., Anderson, P., Havila, V. & Salmi, A. 2009. *Business network dynamics and M&As: Structural and processual connectedness*. 16th Annual IMP Conference, Bath, United Kingdom. 2000.

Aybar-Arias, C., Casino-Martinez, A., López-Gracia, J.. 2004. *Capital structure and sensitivity in SME definition: a panel data investigation*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=549082>.

Arikan, A.M. & Stulz, R. 2013. *Corporate acquisitions, diversification, and the firm's lifecycle*. Working Paper No. 2011-03-018, Fisher College of Business.

Arzac, E. R. 1992. On the capital structure of leveraged buyout. *Financial Management, Spring 1992*; 21, 1.

Axelsson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. & Weisbach, M. S. 2010. *Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts*. Working Paper 15952.

Bădulescu, D., 2010. SMEs Financing: the extent of need and the responses of different credit structures. *Theoretical and Applied Economics*, Volume XVII, No. 7 (548), 25-36.

Banco de Portugal. 2016. Análise sectorial das sociedades não financeiras em Portugal 2010-2015. Estudos da Central de Balanços – novembro de 2015.

Bartlett, R. P.. 2007. *Taking finance seriously: How debt-financing distorts bidding outcomes in corporate takeovers*. UGA Legal Studies Research Paper nº 07-012, Fordham Law Review, Vol. 76, Spring 2008.

Beaver, W.H. 1966. Financial Ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*. 4: 71-111.

Beckett, S. 1986. Corporate mergers and the business cycle. *Economic Review*. 13-26.

- Bellovary, J., Giacomino, D. & Akers, M. 2007. A review of bankruptcy prediction studies: 1930-Present. *Journal of Financial Education, Forthcoming*. Vol. 33: 1-42.
- Bharadwaj, A. & Shivdasani, A. 2003. Valuation effects of bank financing in acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 67: 113–14.
- Boucly, Q., Sraer, D. & Thesmar, D. 2011. Growth LBOs. *Journal of Financial Economics (JFE), Forthcoming*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1354087>.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F.. 2013. *Princípios de finanças corporativas* (10ª ed.). Porto Alegre: McGraw-Hill, AMGH Editora, Lda.
- Bressan, V. G. F., Lima, J. E., Bressan, A. A., Braga, M. J., 2009. Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. *RESR, Piracicaba, SP*, Vol. 47, nº 01: 89-122.
- Brinkhuis, S. & Maeseneire, W. D. 2009. *What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of european LBOs cap structure*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1343871>.
- Chowdhry, B. & Nanda, V. 1993. The strategic role of debt in takeovers contests. *The Journal of Finance*, Vol. XLVIII, nº 2.
- Colla, P., Ippolito, F. e Wagner, H. F. 2011. Leverage and pricing of debt in LBO's. *Journal of Corporate Finance, Forthcoming*.
- Daskalakis, N., Thanou, E., 2010. *Capital structure of SMEs: To what extent does size matter?* Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1683161>.
- Dechow, P. M., AK, B.K, Sun, E.Y. & Wang, A.Y. 2013. *Do financial ratio models help investors better predict and interpret significant corporate events?* The Haas School of Business University of California, Berkeley, CA 94705.
- Delen, D., Kuzey, C. & Uyar, A. 2013. Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach. *Expert Systems with Applications*, Vol. 40: 3970-3983.
- Denis, D. J. & Mckeon, S. B.. 2011. Debt financing and financial flexibility evidence from pro-active leverage increases. *Review of Financial Studies, Forthcoming* - AFA 2010 Atlanta Meetings Paper.
- Desbrières, P. & Schatt, A. 2002. The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, Issue 5-6: 695–729
- Erel, I., Jang, Y. & Wiesbach, M. S. 2013. Do acquisitions relieve target firms' Financial constraints? *The Journal of Finance*, 70: 289-328.
- Erel, I., Liao R.C. & Weisbach, M.S. 2011. *Determinants of cross-border mergers and acquisitions*. Journal of Finance, Forthcoming Fisher College of Business Working Paper nº 2009-03-11.

Faccio, M. & Masulis, R. W.. 2004. The choice of payment method in european mergers & acquisitions. *Journal of Finance*. 60 (3): 1345-1388.

Ferreira, D. 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas* – Vol. I. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.

Freito-Ruiz, I., Fernández, A. I. & Menéndez-Requejo, S. (2015). Mergers and acquisitions valuation: The choice of cash as payment method. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 44, nº 3: 326-351.

Gaughan, P. A. 2015. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (6th ed.). New Jersey: John Willey & Sons, Inc.

Gugler, K., Mueller D.C., Weichselbaumer, M. & Yurtoglu, B.B. 2011. Market optimism and merger waves. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 33, Issue 3: 159–175

Gutsche, R.. 2013. *Determinants of M&A activity and control concept - firm characteristics as economic indicators for control in business combinations*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2205914>.

Harford, J., Klasa, S. & Wacott, N. 2006. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 93: 1-14.

Harford, J., Stanfield, J. & Zhang, F.. 2016. *What does an LBO signal for the target's industry?* Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2489300>.

Hirsch, G.. 2013. *Aplicabilidade dos modelos de previsão de insolvência nas Micro e Pequenas Empresas*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas.

Holmstrom, B. & Kaplan, S. N. 2001. *Corporate governance and merger activity in the U.S.: making sense of the 1980s and 1990s*. National Bureau of Economic Research. Working paper. 8220

Instituto Nacional de Estatística. 2011. Sociedades pertencentes a grupos de empresas eram 1,3% das sociedades não financeiras, mas contribuíram com 27,0% do VABpm Total.

Jabeur, S.B. & Fahmi, Y. 2014. *Les modèles de prévision de la défaillance des entreprises françaises: une approche comparative*. IPAG Business School, Working Paper Series.

Jorge, S. M. F., Armada, M. J. R.. 2000. Uma revisão das teorias sobre a estrutura de capital das Empresas. *Estudos de Gestão - Portuguese Journal Of Managers Studies*, Vol. V, nº1.

Kayo, E.K., Patrocinio, M. R. & Martin, D. M. L. 2009. Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. São Paulo: *Revista de Administração*, Vol. 44 nº 1: 59-69.

Klapper, L. F., Sarria-Allende, V., Zaidi, R.. 2006. *A Firm-Level analysis of small and medium size enterprise financing in Poland*. World Bank Policy Research Working Paper nº 3984.

- Lev, B. & Sunder, S. 1979. Methodological issues in the use of financial ratios. *Journal of Accounting and Economics*. 1: 187-210.
- Linden, H. P. 2015. Synthesis of research studies examining prediction of bankruptcy. Aalto University School of Business, Department of Accounting
- Looty, M. & Ebeling, F. 2007. Coerência corporativa e diversificação via fusões e aquisições: um exame para empresas líderes da indústria nos anos 90. Belo Horizonte: *Nova Economia* Vol. 17, nº 3: 475-509.
- Luypaert, M. & Huyghebaert, N. 2008. *Determinants of growth through mergers and acquisitions: Empirical results from Belgium*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1097508>.
- Martynova, M. & Renneboog, L. 2008. *What determines the financing decision in corporate takeovers: costs of capital, agency problems or the means of payments*. Journal of Corporate Finance, Forthcoming, ECGI - Finance Working Paper nº. 215/2008.
- Myers, S. 2003. Chapter 4 - Financing of corporations. *Handbook of the Economics of Finance*. 1 (A): 215-253.
- Mantovani, G.M. 2014. *The maturity drivers of corporate capital structure of private/unlisted companies*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2188001>.
- Morellec, E. & Zhdanov, A. 2006. Financing and Takeovers. *Swiss Finance Institute Research Paper Nº. 06-22*.
- Netter, J., Stegemoller, M. & Wintoki, M.B. 2011. *Implications of data screens on merger and acquisition analysis: A large sample study of mergers and acquisitions from 1992 to 2009*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1510724>
- Neves, J.C. 2012. *Análise e relato financeiro - Uma visão integrada de gestão*. Lisboa: Textos Editores, Lda
- Nguyen, X, 2015. *Financial crisis and M&A in vertical markets: Some theoretical considerations*. College of Business and Economics - The Australian National University ACT 260.
- Prakash, C. & Warade, S. 2013. Leverage buyout - "Its positioning through time". *Orion, The Research Journal*, Vol. 1, Issue 1.
- Ravichandri, K. 2009. *Effects of financial crises over mergers and acquisitions in GCC countries*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1360249>
- Rodrigues, V. 1998. *Fusões e Aquisições: A Evidência empírica*. Porto: Universidade Católica Portuguesa - Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais.
- Simões S. J., Silva, V. J.. 2003. Identificação de fatores determinantes do financiamento das empresas Portuguesas. Estudos de Gestão – Portuguese. *Journal Of Managers Studies*, Vol. VIII, nº2.

Uygur, O., Meric, G. & Meric I. 2013. 2007-2009 Bear market and corporate takeovers. *International Journal of Economics and Finance*, 5 (2): 78-85.

Uysal V. B.. 2009. Deviation from the target capital structure and acquisition choice. *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, Issue 3, December 2011: 602-620.

Vallini, C., Ciampi, F., Gordini, N. & Benvenuti, M. 2009. Are credit scoring models able to predict small enterprise default? Statistical evidence from Italian small enterprises. *International Journal of Business & Economics*, Vol. 8, No. 1: 3-18.

Vasiliou, D., Eriotis, N. & Daskalakis, N. 2008. Target capital structure and acquisition choices: Evidence from the Greek market. *Spoudai*. 58 (1-2): 274-284.

Vladimirov, V.. 2014. Financing bidders in takeovers contests. *Journal of Financial Economics* (JFE), 117 (3), 534–557.

Yousfi, O. 2007. *Le rôle de la dette dans le LBO: Fundements théoriques et validations empiriques*. IMF Working Paper n° 88/7.

Zang, P.. 2001. *What really determines the payment methods in M&A deals*. Manchester School of Management, Working Paper n° 2001-0103.

Referências retiradas da Internet

Banco de Portugal: <http://www.bportugal.pt>

Banco de Portugal: <http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/>

CAE: <http://smi.ine.pt/Categoria>

Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia: <http://www.gee.min-economia.pt/>

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas: <http://www.iapmei.pt/>

INE – Instituto Nacional de Estatísticas: <http://www.ine.pt/>

Legislação

Decreto-Lei n.º 381/2007, de 14 de novembro – Revisão 3 (CAE-Rev.3).

Lei n.º 19/2012, de 8 de maio – Regulamentação da concorrência

Decreto Lei n.º 372/2007 de 6 de novembro e Recomendação n.º 2003/361/CE, da Comissão Europeia de 6 de maio – Definição de PME

Decreto Lei n.º 262/86 de 02 de setembro – Código das Sociedades Comerciais

Anexo

Anexo 1 – Correlação de Pearson dos Rácios Financeiros com referência ao ano de 2014.

Anexo 1: Correlação de Pearson dos Rácios Financeiros com referência ao ano de 2014.

		Estrutura	Endividamento	Estrutura de Endividamento	Debt-To-Equity	Estrutura do Passivo	Gastos de Financiamento	Esforço Financeiro	Cobertura de Gastos de Financiamento	Solvabilidade	Autonomia Financeira	Liquidez Reduzida	Liquidez Geral	Liquidez Imediata	Fundo Maneio	Rendibilidade Capitais Próprios	Rendibilidade do Ativo	Rendibilidade Operacional das Vendas	Rendibilidade Líquida das Vendas	Efeito Fiscal
Estrutura	Correlação de Pearson	1,00																		
	Sig. (2 extremidades)																			
Endividamento	Correlação de Pearson	,622**	1,00																	
	Sig. (2 extremidades)	0,00																		
Estrutura de Endividamento	Correlação de Pearson	-,862**	-,383**	1,00																
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00																	
Debt-To-Equity	Correlação de Pearson	,630**	,964**	-,344**	1,00															
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,00																
Estrutura do Passivo	Correlação de Pearson	-0,10	-0,13	0,14	-0,10	1,00														
	Sig. (2 extremidades)	0,18	0,10	0,07	0,19															
Gastos de Financiamento	Correlação de Pearson	,577**	,366**	-,480**	,372**	-0,06	1,00													
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,42														
Esforço Financeiro	Correlação de Pearson	-,146*	-,227**	,156*	-,185**	0,04	-0,11	1,00												
	Sig. (2 extremidades)	0,04	0,00	0,03	0,01	0,58	0,13													
Cobertura de Gastos de Financiamento	Correlação de Pearson	-,146*	-,225**	,158*	-,185**	0,06	-0,11	,995**	1,00											
	Sig. (2 extremidades)	0,04	0,00	0,03	0,01	0,42	0,13	0,00												
Solvabilidade	Correlação de Pearson	-,448**	-,845**	,329**	-,716**	0,13	-,266**	,233**	,218**	1,00										
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,00	0,00	0,00											
Autonomia Financeira	Correlação de Pearson	-,622**	-1,000**	,383**	-,964**	0,13	-,366**	,227**	,225**	,845**	1,00									
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00										
Liquidez Reduzida	Correlação de Pearson	-,258**	-,682**	0,05	-,588**	0,10	-,264**	,189**	,177*	,770**	,682**	1,00								
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,44	0,00	0,21	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00									
Liquidez Geral	Correlação de Pearson	-,253**	-,712**	0,02	-,623**	0,07	-,247**	,188**	,181*	,793**	,712**	,928**	1,00							
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,79	0,00	0,35	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00								
Liquidez Imediata	Correlação de Pearson	-,304**	-,641**	,148*	-,538**	0,08	-,226**	,159*	,160*	,722**	,641**	,845**	,804**	1,00						
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,03	0,00	0,29	0,00	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00							
Fundo Maneio	Correlação de Pearson	0,02	-,204**	-,167*	-,199**	-0,01	-0,05	0,08	0,09	,152*	,204**	,313**	,366**	,212**	1,00					
	Sig. (2 extremidades)	0,82	0,00	0,01	0,00	0,92	0,48	0,24	0,22	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00						
Rendibilidade Capitais Próprios	Correlação de Pearson	-0,05	-0,08	0,08	-0,12	,225**	-0,01	-0,03	-0,02	0,00	0,08	0,05	-0,01	0,08	-0,05	1,00				
	Sig. (2 extremidades)	0,46	0,23	0,27	0,07	0,00	0,84	0,69	0,75	0,97	0,23	0,49	0,87	0,25	0,49					
Rendibilidade do Ativo	Correlação de Pearson	-,335**	-,450**	,283**	-,458**	,332**	-,200**	0,05	0,06	,303**	,450**	,309**	,264**	,344**	0,02	,863**	1,00			
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,49	0,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,76	0,00				
Rendibilidade Operacional das Vendas	Correlação de Pearson	-0,08	-,434**	-0,01	-,400**	0,11	,227**	-0,01	-0,01	,390**	,434**	,279**	,237**	,380**	0,13	,529**	,616**	1,00		
	Sig. (2 extremidades)	0,24	0,00	0,86	0,00	0,14	0,00	0,86	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06	0,00	0,00			
Rendibilidade Líquida das Vendas	Correlação de Pearson	-0,07	-,430**	-0,03	-,398**	0,11	,209**	0,00	0,00	,391**	,430**	,272**	,217**	,368**	0,12	,527**	,578**	,983**	1,00	
	Sig. (2 extremidades)	0,34	0,00	0,65	0,00	0,15	0,00	0,99	0,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,00	0,00	0,00		
Índice de Alavanca Financeira	Correlação de Pearson	-,378**	-,478**	,331**	-,480**	,351**	-,276**	0,08	0,09	,334**	,478**	,331**	,282**	,370**	0,02	,840**	,990**	,596**	,564**	1,00
	Sig. (2 extremidades)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,23	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,73	0,00	0,00	0,00	0,00	

** A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).