

TURNAROUND EMPRESARIAL
FATORES DETERMINANTES PARA O SUCESSO
- Estudo de Casos -

Fernanda Maria Ferreira Osório

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO
EM GESTÃO

Orientador:
Prof. Rui Pedro Soares Ferreira, Docente Assistente Convidado, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

outubro de 2014

AGRADECIMENTOS

A realização desta Dissertação de Mestrado só foi possível graças à colaboração e ao contributo de várias pessoas e empresas, às quais gostaria de exprimir o meu agradecimento.

Ao meu orientador, Prof. Rui Ferreira, pela disponibilidade manifestada para orientar o trabalho e pela preciosa ajuda na definição do objeto de estudo, bem como pelos oportunos conselhos, comentários e revisão crítica do texto final.

Ao Manuel Arsénio, pelo apoio na seleção das empresas da amostra e pelos conhecimentos que me transmitiu ao longo dos anos que trabalhamos juntos na área da revitalização empresarial do IAPMEI.

Ao Dr. José Gameiro (Ribalde, Lda), Dr. Ricardo Pizarro (Pizarro, SA), Dr. Artur Soutinho (Coelima, SA) e Francisco Batista (Azuribérica, SA), por permitirem que tivesse exemplificado o objetivo deste trabalho através das empresas que lideram, pelas entrevistas que me concederam, pela acessibilidade, cordialidade e simpatia com que me receberam. A minha profunda admiração pelo profissionalismo, dedicação, entusiasmo e perseverança que demonstram na condução dos processos de reestruturação das empresas referidas.

Por último, mas não menos importante, à minha família e amigos. Ao António, meu marido, pelo permanente estímulo e encorajamento, que se tornou decisivo em determinado momento da elaboração da tese, pelo interesse evidenciado no apoio à reflexão e revisão final do texto, e acima de tudo pela paciência e valorização entusiasta do meu trabalho.

À Constança, minha filha, por todas as vezes que me “mandou” trabalhar na tese, pelos abraços calorosos que me deu e por todo o tempo em que não pude dispensar-lhe a atenção merecida.

Aos meus pais pela educação que me deram e ao meu irmão por todas as vezes que se disponibilizou a ajudar com a sobrinha.

Aos meus amigos que souberam entender a minha ausência em alguns momentos desde que iniciei este trabalho.

A todos o meu obrigada.

RESUMO

Os processos de *turnaround* empresarial são situações que envolvem emoções intensas devido às mudanças que são necessárias implementar no seio das empresas, exigindo um conjunto de ações para perceber por um lado, as causas do declínio e, por outro, formular estratégias adequadas para transformar as empresas e dar-lhes um novo “sopro de vida”, pelo que dependendo da situação e da organização, diferentes estratégias podem ser adotadas e diferentes resultados podem ser conseguidos.

O objetivo deste trabalho é dar uma visão prática sobre os principais determinantes que devem estar presentes num processo de *turnaround* empresarial, em particular para empresas industriais, que garantam um maior potencial de sucesso, partindo de um conjunto de hipóteses que foram elaboradas tendo em consideração o referencial teórico associado ao tema.

O conjunto de hipóteses foram validadas junto de quatro empresas, especialmente selecionadas para o efeito, utilizando uma abordagem mista, combinando o método quantitativo com o qualitativo, o que permitiu concluir que a velocidade com que se iniciam e ativam respostas e ações globais para promover a recuperação dependem da gravidade do declínio. Confirmou-se, igualmente, que as ações devem estar orientadas para a reorganização da estrutura de capitais das empresas, através da redução do seu passivo e reforço dos capitais próprios, associada a melhorias na rendibilidade e na eficiência, através da reorganização e racionalização das atividades e recursos da empresa.

Perante este quadro, concluiu-se também que as equipas de gestão a quem compete promover a recuperação das empresas podem ter grande influência na capacidade de concluir os processos com sucesso, sendo importante as mudanças a este nível por forma a recuperar e reforçar a credibilidade das organizações.

Palavras-Chave: Declínio Empresarial, Estratégias de *Turnaround*, *Turnaround* Empresarial

Classificação JEL: G00, G33

ABSTRACT

Processes of business turnarounds are situations involving intense emotions. This is due to the changes that must be implemented within companies. Requiring a set of actions in order, on the one hand, to understand the causes of the decline, and on the other, to formulate appropriate strategies to transform businesses and give them a new “lease of life”. Depending on the situation and the organization, therefore, different strategies may be adopted and different results can be achieved.

The objective of this work is to give a practical insight into the key determinants that should be present in a business turnaround process, particularly for industrial companies, in order to ensure a greater potential for success, based on a set of assumptions which were prepared taking into consideration the theoretical framework associated with the topic.

The set of hypotheses were validated with four companies, especially selected for the purpose, using a mixed approach, combining a qualitative with a quantitative method, which allowed the conclusion to be drawn that the speed to start and activate responses and global actions to promote recovery depend on the severity of decline. It was confirmed also that actions must be directed to the reorganization of the capital structure of the company, by reducing its liabilities and reinforcing equity associated with improvements in profitability and efficiency by the reorganization and streamlining of activities and company resources.

Against this backdrop, it is also concluded that management teams who are responsible for promoting the recovery of companies may have great influence on the ability to complete the processes successfully, it bring's important to change this level to restore and strengthen the credibility of organizations.

Índice

1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Contextualização e Relevância do Tema de Investigação.....	1
1.2. Motivação e Objetivos da Pesquisa.....	2
1.3. Organização da Dissertação	3
1.4. Limitações à Investigação	4
2. REVISÃO DE LITERATURA	5
2.1. Clarificação de Conceitos: Declínio Empresarial, Fracasso Empresarial, <i>Distress</i> Financeiro, <i>Turnaround</i> Empresarial, <i>Turnaround</i> Empresarial Bem- Sucedido.....	5
2.2. O Processo de <i>Turnaround</i> Empresarial	7
2.3. Estratégias de <i>Turnaround</i>	15
3. METODOLOGIA	23
3.1. Estudo de Casos	23
3.1.1. Investigação Quantitativa - Informação Financeira	26
3.1.2. Investigação Qualitativa - A Entrevista Semiestruturada e a Análise Documental	28
3.1.3. Triangulação de Dados.....	30
3.2. Hipóteses de Investigação	31
3.2.1. Dimensão das Empresas.....	31
3.2.2. Grau de Gravidade do Declínio.....	32
3.2.3. Estrutura de Capitais	33
3.2.4. Saúde Financeira de Curto Prazo	33
3.2.5. Saúde Financeira de Longo Prazo.....	34
3.2.6. Rendibilidade e Eficiência.....	35
3.2.7. Investimentos / Desinvestimentos.....	36
3.2.8. Capacidade de Gestão	37
3.2.9. Resumo das Variáveis/Hipóteses a Analisar.....	38
4. ESTUDO DOS CASOS E CONCLUSÕES.....	40
4.1. Ribalde – Fábrica de Equipamentos de Movimentação de Terras e Cargas, Lda	40
4.2. Pizarro, SA	47
4.3. Coelima – Indústrias Têxteis, SA.....	53
4.4. Azuribérica – Têxtil, SA	61
4.5. Conclusões Globais.....	65
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E PROPOSTA DE INVESTIGAÇÃO FUTURA	69
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	71
ANEXOS.....	74

Anexo I – Entrevista Semiestruturada.....	74
Anexo II – Principais Conclusões das Entrevistas	77
Anexo III– Fontes Fotográficas das Empresas da Amostra	90

Índice de Figuras

Figura 1: Modelo de Processo de <i>Turnaround</i>	7
Figura 2: Gestão do Processo de <i>Turnaround</i>	14
Figura 3: Matrizes de Estratégias de <i>Turnaround</i> : (Fase 1) Redução Custos, (Fase 2) Recuperação	21
Figura 4: Hipóteses de Investigação.....	37

Índice de Quadros

Quadro 1 – Ações de <i>Turnaround</i>	13
Quadro 2 – Estratégias de <i>Turnaround</i>	17
Quadro 3 – Caracterização da Amostra.....	24
Quadro 4 – Resumo das Hipóteses a Analisar	38
Quadro 5 – Ribalde, Lda – Indicadores Pré Reestruturação	41
Quadro 6 - Ribalde, Lda – Indicadores Pós Início Reestruturação	44
Quadro 7 – Ribalde, Lda - Validação das Hipóteses de Investigação – Abordagem Quantitativa	45
Quadro 8 – Ribalde, Lda - Validação Final das Hipóteses de Investigação.....	46
Quadro 9 – Pizarro, SA – Indicadores Pré Reestruturação	48
Quadro 10 – Pizarro, SA – Indicadores Pós Início da Reestruturação.....	50
Quadro 11 – Pizarro, SA – Validação das Hipóteses de Investigação – Abordagem Quantitativa	51
Quadro 12 – Pizarro, SA – Validação Final das Hipóteses de Investigação.....	52
Quadro 13 – Coelima, SA – Indicadores Pré Reestruturação	54
Quadro 14 – Coelima, SA – Indicadores Pós Início da Reestruturação.....	57
Quadro 15 – Coelima, SA – Validação das Hipóteses de Investigação – Abordagem Quantitativa.....	58
Quadro 16 – Coelima, SA – Validação Final das Hipóteses de Investigação.....	59
Quadro 17 – Indicadores de Atividade da Azuribérica, SA	62
Quadro 18 – Azuribérica, SA – Validação das Hipóteses de Investigação – Abordagem Quantitativa.....	63
Quadro 19 – Azuribérica, SA – Validação Final das Hipóteses de Investigação.....	64
Quadro 20 – Validação Final das Hipóteses de Investigação.....	65
Quadro 21 – Conclusões Globais	65
Quadro 22 – Opções Estratégicas Utilizadas nos processos de <i>Turnaround</i>	68
Quadro 23 – Conclusões Entrevista Riblade, Lda (Dr. José Gameiro).....	77
Quadro 24 – Conclusões Entrevista Pizarro, SA (Dr. Ricardo Pizarro).....	80
Quadro 25 – Conclusões Entrevista Coelima, SA (Dr. Artur Soutinho).....	84
Quadro 26 – Conclusões Entrevista Azuribérica, SA (Francisco Batista)	88

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização e Relevância do Tema de Investigação

O sucesso empresarial é aspirado por todos aqueles que decidem empreender e é expectável numa economia de mercado que se quer moderna e desenvolvida.

No entanto, importa ter presente que o risco de falhar está presente ao longo do ciclo de vida de todas as empresas, pelo que intervenções adequadas e em tempo oportuno nas empresas que evidenciam dificuldades é crucial para permitir o seu *turnaround* e garantir a sua continuidade, evitando, em consequência, situações estigmatizantes de insolvência e liquidação (Barker & Duhaime, 1997).

Estas intervenções têm que obviamente envolver mudanças no seio das empresas e na forma como estas operam, que sejam duradouras e substanciais, havendo elementos fundamentais que têm que estar presentes, seja ao nível da gestão, do core *business* da empresa ou dos recursos financeiros necessários à sua recuperação, sem os quais não é possível restaurar a viabilidade a longo prazo de uma empresa (Hofer, 1980).

Se é reconhecido que é necessário proceder a mudanças ao nível da empresa para restaurar a sua viabilidade é igualmente aceite a importância, para o sucesso daqueles processos, das variáveis de contexto (Slatter, Lovett, & Barlow, 2006), nomeadamente das causas internas e externas que levaram a empresa a experienciar uma situação de declínio.

De acordo com a literatura (Hofer, 1980) o declínio é visto como um problema estratégico, que deve ser resolvido pela gestão que deve direccionar todos os recursos para uma estratégia de reorientação até que a empresa esteja recuperada. No entanto, de acordo com Bibeault (1998), o *turnaround* empresarial é mais do que uma mudança estratégica e considerada como um processo composto em duas fases: fase de declínio e de recuperação.

A redução de custos e de ativos foi entendida como sendo a estratégia chave para mitigar o declínio e assegurar a recuperação do desempenho, argumentando os autores Pearce & Robbins (1993) que esta estratégia era mais eficaz que a seleção, pela gestão, de uma estratégia apropriada de *turnaround*. No entanto, mais tarde, os mesmos autores enfatizaram a redução de custos como uma componente da estratégia de *turnaround*,

onde as duas estratégias - reposição no mercado e reafecção de ativos - e elementos operacionais – redução de custos e de ativos - podem ser combinados e formar a estratégia global no processo de *turnaround*.

Face ao exposto, a literatura sobre o *turnaround* pode ser dividida em três domínios associados:

- 1) causa e gravidade da situação de partida para o *turnaround*;
- 2) resposta à necessidade de *turnaround* (estratégias)
- 3) o processo de recuperação

Estas três áreas de literatura fornecem os blocos da construção conceptual do quadro teórico. Os primeiros modelos foram construídos como uma tentativa de emergência e estabilização para parar a crise financeira de uma empresa e melhorar a estratégia, enquanto os modelos posteriores adicionalmente enfatizam a avaliação da causa da queda/declínio, a gravidade da situação financeira, a estrutura organizacional e as estratégias de recuperação.

Do exposto resulta, naturalmente, a necessidade de estruturar quais os fatores determinantes no sucesso do *turnaround* empresarial, na medida em que a conjugação dos aspetos atrás referidos permite operações de reestruturação empresarial bem-sucedidas, enquanto outras, efetuadas em circunstâncias semelhantes, são mal sucedidas, acabando estas empresas por desaparecer do mercado, gerando uma destruição de riqueza junto dos *stakeholders*, públicos e privados, encontrando-se neste paradigma uma forte motivação para o presente estudo.

1.2. Motivação e Objetivos da Pesquisa

Quase todas as empresas experimentam no seu ciclo de vida um estágio de declínio da sua performance que ameaça a sua sobrevivência. Enquanto algumas empresas continuam e perpetuam esse declínio com o risco de desaparecerem do mercado, outras promovem reestruturações bem-sucedidas e voltam à prosperidade, tornando-se este aspeto interessante para análise tendo em consideração a grande variedade de respostas que é possível dar por parte das empresas ao declínio, e também, pelos resultados da reestruturação verificados entre as empresas.

A crise económica que começou em 2008 deu origem a ambientes recessivos em muitos países, sendo que Portugal foi um dos mais afetados, com inúmeras empresas a enfrentarem circunstâncias difíceis que em alguns casos representaram uma ameaça direta à sua sobrevivência. Esta situação potenciou o renascimento do interesse nas estratégias de recuperação dos negócios e de recuperação de empresas que procuraram melhorar o seu desempenho em ambiente de crise, e por inerência colocarem-se na melhor posição para ultrapassar as suas dificuldades, apesar de nos anos recentes pouca literatura se ter produzido sobre o tema.

De referir que consideramos que a vivência de uma situação de recuperação empresarial é um período extraordinário que é único para a empresa e que requer abordagens e estratégias diferentes e personalizadas em comparação com outras situações. Consideramos que durante tempos difíceis, para além da redução de custos, há que conduzir estes processos de forma diferente em dois níveis: reduzir a complexidade das estruturas societárias e alterar os modelos de negócio para recolocar a empresa novamente numa trajetória de crescimento.

Face ao referido, tornou-se motivante estudar o tema visando-se, com a presente investigação, fazer uma abordagem ao tema da revitalização empresarial que permita responder à questão: **QUAIS OS FATORES DETERMINANTES PARA O SUCESSO DO TURNAROUND EMPRESARIAL?**

As conclusões desta investigação poderão ser utilizadas em benefício de futuras operações de reestruturação empresarial, em particular daquelas que utilizem fundos públicos no âmbito do financiamento do processo.

Este tema irá igualmente contribuir para reforçar competências do investigador numa área onde profissionalmente exerce atividade e possibilitar a agregação de competências no acompanhamento de empresas que estão a passar por processos desta natureza.

1.3. Organização da Dissertação

A investigação será estruturada em duas partes:

- Na primeira, elaborar-se-á o enquadramento teórico para o entendimento do fenómeno do declínio da empresa, comumente conhecido por *distress*, e a

posterior reestruturação, identificando os fatores essenciais subjacente à recuperação conduzida com sucesso;

- Na segunda, preceder-se-á a uma abordagem prática, através do estudo de casos de processos de reestruturação em empresas de grande dimensão de bens transacionáveis, visando retirar conclusões sobre os fatores que contribuíram para a sua requalificação, como reforçaram as suas competências estratégicas, organizacionais, de marketing e tecnológicas que permitiram o seu *turnaround*, ou pelo contrário, apesar do esforço de recuperação não conseguiram alcançar o sucesso acabando algumas a manter-se em declínio e em dificuldades. Com base nestes casos será possível retirar as ilações das razões subjacentes à necessidade de revitalização das empresas e extrapolar sobre o sucesso ou insucesso das estratégias adotadas no processo *de turnaround*.

1.4. Limitações à Investigação

A revisão de literatura é imprescindível para a elaboração de um trabalho científico, uma vez que daqui resultará uma ideia clara para a construção das questões de investigação e também para nos familiarizarmos com textos e com os autores que anteriormente estudaram o problema em causa.

A procura de textos de literatura é necessária para apoiar na definição de conceitos, instigar dúvidas, confrontar a posição de vários autores sobre uma questão ou encontrar metodologias que enriqueçam o projeto de pesquisa, sendo que do confronto da opinião de diferentes autores nascerá uma posição relativamente ao assunto alvo da investigação, que permitirá acrescentar algo ao que já foi pesquisado e ser expressivo para o momento atual.

Neste contexto a atualidade dos documentos alvo de análise devem ser recentes, porém, no caso da produção literária sobre o tema da revitalização empresarial, constatamos que recentemente pouca literatura foi publicada sobre o tema, sendo este aspeto a principal condicionante que encontramos no desenrolar da investigação, e em simultâneo uma surpresa, considerando que a recente recessão económica e o aumento de falências de empresas, tornou, na nossa opinião, o estudo do declínio empresarial e das respostas organizacionais crucial.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Clarificação de Conceitos: Declínio Empresarial, Fracasso Empresarial, *Distress* Financeiro, *Turnaround* Empresarial, *Turnaround* Empresarial Bem-Sucedido

Antes de abordar a revisão de literatura associada à pesquisa que se pretende desenvolver, importa clarificar os conceitos que serão utilizados na presente investigação, concretamente: declínio empresarial, fracasso empresarial, *turnaround* empresarial (recuperação empresarial) e *turnaround* bem-sucedido.

Relativamente aos conceitos referenciados constata-se que não existe uma definição consensual entre investigadores para nenhum deles. Esta ausência de consenso resulta do facto dos estudos desenvolvidos serem dominados por modelos de previsão de falência, cujas variáveis utilizadas divergem entre si bem como os fundamentos apresentados pelos investigadores para suportar a sua utilização (Altman, 1968; Deakin, 1972; Ohlson, 1980). Esta diversidade de focus e objetivos subjacentes aos trabalhos de investigação têm acabado por criar uma heterogeneidade de conceitos (Shepherd, 2003).

Para a corrente investigação, e com o intuito de estabilizar os conceitos referenciados e a utilizar de modo a não enviesar os resultados da mesma (Stewart & Hitt, 2011), iremos utilizar as seguintes definições:

- **Declínio Empresarial:** O declínio é um precursor natural do processo de fracasso empresarial (Castrogiovanni, Justis, & Julian, 1993), na medida em que um dado negócio encontra-se neste estágio quando o seu desempenho começa a deteriorar-se em períodos temporais consecutivos independentemente do comportamento do sector onde se encontra inserido (Chowdhury & Lang, 1996) levando ao aumento do seu nível de endividamento e da perda de quota de mercado, com a consequente redução de recursos disponíveis (D'Aveni, 1989, Probst & Raisch, 2005;).

O declínio tem categorias de gravidade que em geral dependem do ambiente macroeconómico (capacidade de suporte do crescimento) e do seu dinamismo (variabilidade de fatores externos chave), do alinhamento estratégico da empresa (adaptação), e da folga de recursos disponível (Lohrke, Bedeian, & Palmer, 2004).

- **Fracasso Empresarial:** Uma empresa falha quando se torna incapaz de obter financiamento próprio ou alheio para promover a inversão do declínio e, conseqüentemente, não pode continuar a operar e entra em falência (Liao, 2004) com a inerente perda para credores, acionistas e todos os outros *stakeholders* (Keasey & Watson, 1991).
- **Distress Financeiro:** De acordo com Lin & Lee and Gibbs (2008) *distress* financeiro ocorre quando uma empresa incorre em mais dívidas do que sua dimensão, rendibilidade e composição dos ativos pode sustentar, juntamente com um inadequado *cash flow* gerado a partir das sua atividade.
- **Turnaround Empresarial** – Uma empresa promove o seu *turnaround* se recuperou de um declínio que ameaçava a sua existência para retomar as operações normais e alcançar um desempenho aceitável para as partes interessadas (*stakeholders*) (Barker & Duhaime, 1997) através da reorientação do seu posicionamento, estratégia, estrutura, sistemas de controlo e partilha de poder e decisão que permita voltar a gerar *cash flow* positivo através da sua atividade operacional (Lohrke et al., 2004). Para este estudo, os termos “*turnaround*” e “reestruturação” referem-se a um conceito semelhante e serão usados indiferentemente.

Em acréscimo aos anteriores conceitos, importa ainda estabilizar a definição de **turnaround bem-sucedido**, uma vez que há evidências suficientes na literatura sobre este tema que demonstram que existem diferenças nas estratégias utilizadas pelas empresas que promoveram *turnarounds* bem e mal sucedidos (Pandit, 2000). Para o efeito iremos recorrer ao conceito de Zimmerman (2002):

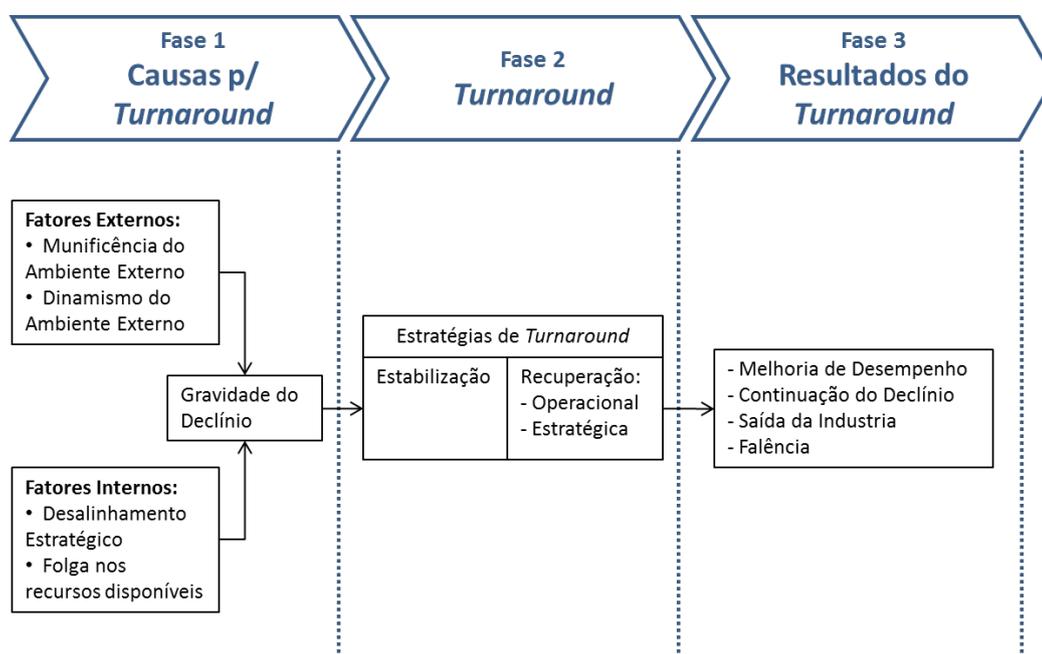
- Para se determinar se a recuperação de uma empresa foi um sucesso deve analisar-se a situação em torno de três condições necessárias a saber: (1) retorno à rendibilidade, (2) uma melhoria substancial nos resultados líquidos e (3) melhoria geral da posição no mercado. Todos estes indicadores devem apresentar uma situação melhor durante pelo menos um período de dois anos. Mais especificamente, um *turnaround* empresarial pode ser classificado como bem-sucedido se forem alcançados os seguintes indicadores: (a) a rendibilidade torna-se positiva e melhorou em relação aos níveis do período de crise (b) a

posição de mercado foi significativamente reforçada, quer por aumento da quota de mercado ou através da concentração com sucesso num subconjunto importante do mercado.

2.2. O Processo de *Turnaround* Empresarial

Na abordagem do referencial teórico ao tema de investigação proposto iremos seguir, genericamente, o modelo de processo de *turnaround* proposto por Lohrke et al. (2004), conforme sistematizado na figura infra:

Figura 1: Modelo de Processo de *Turnaround*



Fonte: Adaptado de Lohrke et al. (2004)

Segundo os autores o processo de recuperação de uma empresa tem três fases relacionadas. Na Fase 1, uma empresa encontra uma ‘situação de *turnaround*’, ou seja um conjunto de causas que levaram a empresa ao declínio, devido a mudanças ambientais e deficiências internas da organização, ou uma combinação de ambos. A gravidade do declínio resultante é geralmente descrito como sendo dependente de diversos fatores externos e internos, incluindo a munificência e o dinamismo do ambiente externo, o grau de desalinhamento estratégico e a disponibilidade de recursos, por exemplo, a existência de alguma liquidez financeira. Na Fase 2, a empresa e a sua gestão deve responder aos problemas formulando e implementando uma estratégia de *turnaround* para evitar um desastre operacional. Finalmente, na Fase 3, a forma como

foram abordados os fatores externos e internos que causaram o declínio de uma empresa é descrita como determinante para evidenciar melhoras no desempenho, se a empresa continua a sua trajetória de declínio e sai da sua indústria, ou entra em falência.

No entanto, considerando que o *turnaround* visa libertar a empresa de uma situação de crise, colocando um fim no declínio do seu desempenho, com o objetivo de alcançar resultados que sejam sustentáveis no tempo, durante a implementação da recuperação da empresa é necessário adotar um conjunto de ações de natureza estratégica, operacional e financeira que permitam facilitar a sua recuperação (Hofer 1980; Slatter et al., 2006).

Para que tal seja possível, e de acordo com Pandit (2000) é necessário identificar previamente quais as variáveis de contexto (internas e externas), de conteúdo e de processo de gestão de crises que influenciam significativamente o resultado das estratégias associadas ao *turnaround*.

Variáveis de Contexto:

As causas para o declínio empresarial são variáveis de contexto que devem ser sempre abordadas numa situação de *turnaround*, pelo que de seguida se identificam os fatores que podem causar situações de declínio, como causas de natureza interna ou externa à organização (Barker, 2005), à qual não é alheio a situação de partida para o *turnaround* (Zimmerman, 2002, Robbins & Pearce, 1992).

Ao nível das Causas Internas:

- As causas internas do declínio surgem da má gestão em diversas áreas funcionais da organização, de um ineficiente controlo financeiro e de uma estrutura de custos inadequada. Como as principais funções de qualquer organização são a gestão de recursos humanos, finanças, marketing, produção/operações e estratégias de planeamento corporativo, as causas internas também se relacionam à má gestão nestas áreas funcionais, o que significa que essas causas ocorrem devido ao mau desempenho de uma ou mais partes. Estas situações são geralmente controláveis se forem detetadas a tempo e por inerência as ações corretivas tomadas prontamente (Hofer, 1980; Hoffman, 1989; Barker & Mone, 1994; Singh, 2011).

- Alguns dos sintomas de declínio ou causa do fracasso observada pelos pesquisadores são: liderança fraca (Balgobin & Pandit, 2001); ineficiência operacional, erros de gestão do passado, inércia levando a situações de inadaptabilidade, erosão da competitividade, insuficiência de recursos, falha do produto, má diversificação, sistemas de controlo ineficientes e a derrapagem de custos (Barker & Duhaime, 1997; Bibeault, 1998; Pearce & Robbins, 1993).
- Pode ser observada uma interdependência entre estas causas, um controlo financeiro inadequado e a existência de uma estrutura de custos elevada, pode ter origem numa má gestão. A equipa de gestão tem de ser dotada com a capacidade de orientar a empresa em tempos de prosperidade e de declínio, conforme defende Bibeault (1998). Não existe definição comumente aceite de mau desempenho de gestão, mas algumas conclusões sobre o seu significado podem ser retiradas a partir da literatura examinada. A omissão da equipa de gestão para alinhar a estratégia da empresa ao seu ambiente em evolução tende a agravar o declínio empresarial, em particular em empresas com um longo historial com a mesma equipa de gestão. Por norma, há uma propensão para o excesso de confiança e crenças da bondade da estratégia subjacente, tornando estas equipa renitentes à necessária mudança (Lohrke et al., 2004).
- Singh (2011) salienta a importância do conhecimento da indústria, mercados e clientes para o posicionamento que a empresa ocupa e o potencial de futuro em relação à sua indústria, mercados e concorrentes. Se a equipa de gestão for capaz de captar e processar estas variáveis está em condições de implementar uma estratégia adequada para a retoma dos níveis adequados de desempenho. Outra tarefa importante da equipa de gestão é a delegação de responsabilidades em níveis hierárquicos mais baixos, já que, segundo Balgobin & Pandit (2001), a concentração do poder de decisão muito no nível superior pode levar à inércia e à incapacidade de resposta às mudanças oriundas no exterior da organização em tempo útil.
- Em relação à inadequada política financeira, o foco recai sobre a estrutura de capitais e as fontes de financiamento da empresa (Balgobin & Pandit, 2001), pois se o custo com a dívida for superior à capacidade da empresa remunerar

o seu ativo, então não conseguirá libertar excedente financeiro suficiente para pagar o custo e o reembolso do seu financiamento, e em consequência entra em *distress* financeiro. Esta situação pode conduzir ao abandono de projetos e de novos investimentos, o que pode acelerar o declínio do desempenho operacional, prejudicando a posição competitiva e aumentando o desequilíbrio financeiro da empresa que levará à ampliação do problema do excesso de dívida (Balgobin & Pandit, 2001).

- Por último, mas não menos importante, Balgobin & Pandit (2001) citam que uma estrutura de custos elevada é uma razão para o declínio do desempenho, principalmente se houver uma interdependência entre este facto e a redução da procura, com os respetivos impactos ao nível da geração de excedentes financeiros, sendo relevante, por parte da gestão, antecipar esta circunstância para que possa, em tempo, atuar na estrutura de custos e adequá-la ao nível das receitas.

Ao nível das Causas Externas:

- Se uma organização é fraca nas suas áreas funcionais, há uma maior probabilidade de ficar condicionada por fatores limitantes do exterior, tais como mudanças demográficas, crises económicas, calamidades naturais, desenvolvimentos tecnológicos, mudanças de natureza política, diminuição da procura, ações não previstas da concorrência (Singh, 2011).
- Os desenvolvimentos no ambiente externo identificado por pesquisadores como causando declínio nas empresas são: comportamentos governamentais adversos, excesso de controlo por parte de entidades públicas, condições de mercado desfavoráveis, matérias-primas insuficientes ou excessivamente caras, flutuações nos preços das *commodities*, catástrofes naturais, mudanças nos mercados internacionais, a concorrência imprevista, alterações no mercado financeiro, instabilidade e mudanças tecnológicas (Pearce & Robbins, 1993); aumento da concorrência interna e externa, de produtos ou serviços por inovações concorrentes, mudanças nas expectativas dos clientes, desaceleração na procura (Balgobin & Pandit, 2001); inovações em tecnologia e recessão económica (Barker, 2005).

- Ainda de acordo com Balgobin & Pandit (2001) e tal como verificado nas causas internas, estas mostram um certo grau de interdependência, como por exemplo, uma concorrência feroz e um acréscimo de custos das matérias-primas são suscetíveis de afetar negativamente a procura. Por outro lado, a queda na procura pode levar a várias outras razões, tais como a contração da indústria, uma recessão económica global que enfraquece o poder de compra ou o fracasso da empresa em satisfazer as expectativas dos clientes. No que diz respeito às expectativas do cliente, Lepak, Smith, & Taylor (2007) considera este aspeto como a criação de valor de uma empresa para os seus clientes e em troca, os clientes estão dispostos a fornecer o valor de troca, adquirindo. Se uma empresa não pode constantemente fornecer o valor exigido pelos seus clientes nas condições previstas, por exemplo, qualidade e preço de venda, ou se outras empresas têm os recursos para fornecer um valor igual ou superior, ou para fornecer o mesmo valor em melhores condições, a redução da procura é inevitável e por inerência uma situação de declínio pode ocorrer.
- No que diz respeito à concorrência esta é determinada pelas características da indústria, sendo que o conceito de concorrência resumido por Barker (2005) considera que as barreiras à entrada, as barreiras à imitação e as barreiras à saída, estabelecidas numa indústria, são um determinante da pressão que a concorrência pode exercer nas empresas.
- Outros fatores decisivos são a quantidade e a dimensão dos concorrentes e a natureza dos produtos (personalizados versus produtos de massa). Os produtos substitutos representam uma ameaça, pois as empresas podem não reconhecer imediatamente que estão a perder quota de mercado. Lepak et al. (2007) menciona que a concorrência feroz irá prejudicar a situação financeira de uma empresa, uma vez que esta tem de se envolver em campanhas de redução de preços ou campanhas de marketing e promoção caras para garantir a sua competitividade no mercado.
- O autor refere ainda que o aumento de preços nos custos dos consumos, em particular das matérias-primas, leva inevitavelmente a um aumento dos custos

dos produtos vendidos, colocando pressão sobre a margem de lucro, uma vez que as empresas para se manterem competitivas não são capazes de imputar o aumento dos custos totalmente nos clientes, acabando por afetar as suas margens de lucro.

- Por fim, de referir que Lepak et al. (2007) encontraram evidências que as dificuldades de financiamento das empresas, nomeadamente ao nível do financiamento bancário de curto prazo, podem estar entre as causas do declínio da performance das empresas e relacionadas com fracas condições económicas.

Ainda neste âmbito das variáveis de contexto, de referir que Barker (2005) procurou sistematizar as causas nos seguintes fatores chave: (1) desenvolvimento económico, (2) desenvolvimento de mercado, (3) competitividade, (4) folga de reservas e de eficiência, (5) desempenho histórico, (6) rapidez do declínio, (7) dimensão da empresa, (8) estrutura dos custos fixos, (9) problemas de gestão e (10) relação com os *stakeholders*.

Podemos concluir que a deterioração do desempenho pode ser consequência de várias causas internas e externas, que estão intimamente ligadas e atuam em conjunto, tornando-se impossível relacionar o declínio do desempenho apenas com base numa única origem. Há no entanto, alguns aspetos, como por exemplo, o decréscimo da procura, o aumento da concorrência e dos custos dos consumos (nível externo), a fraca gestão, uma inadequada política financeira e custos de estrutura elevados (nível interno) que fornecem uma visão geral e comum aos diferentes estudos de investigação que incidiram sobre as mesmas causas externas e internas de declínio.

Variáveis de Conteúdo:

O elemento conteúdo da gestão do *turnaround* inclui pesquisa sobre medidas que permitem ultrapassar a crise da empresa. O realinhamento estratégico, o reposicionamento, a otimização de processos, a redução de custos, a recapitalização, o desenvolvimento de produtos, mudanças organizacionais e melhoramentos no capital circulante são caminhos possíveis para promover o *turnaround*. Esta variedade de possibilidades de ação, estão, por norma, categorizadas em ações estratégicas, operacionais e financeiras (Hofer, 1980; Robbins & Pearce, 1992).

Apresenta-se a seguir um conjunto de ações, identificadas na literatura, que poderão ser tidas em consideração, compiladas por autor:

Quadro 1 – Ações de *Turnaround*

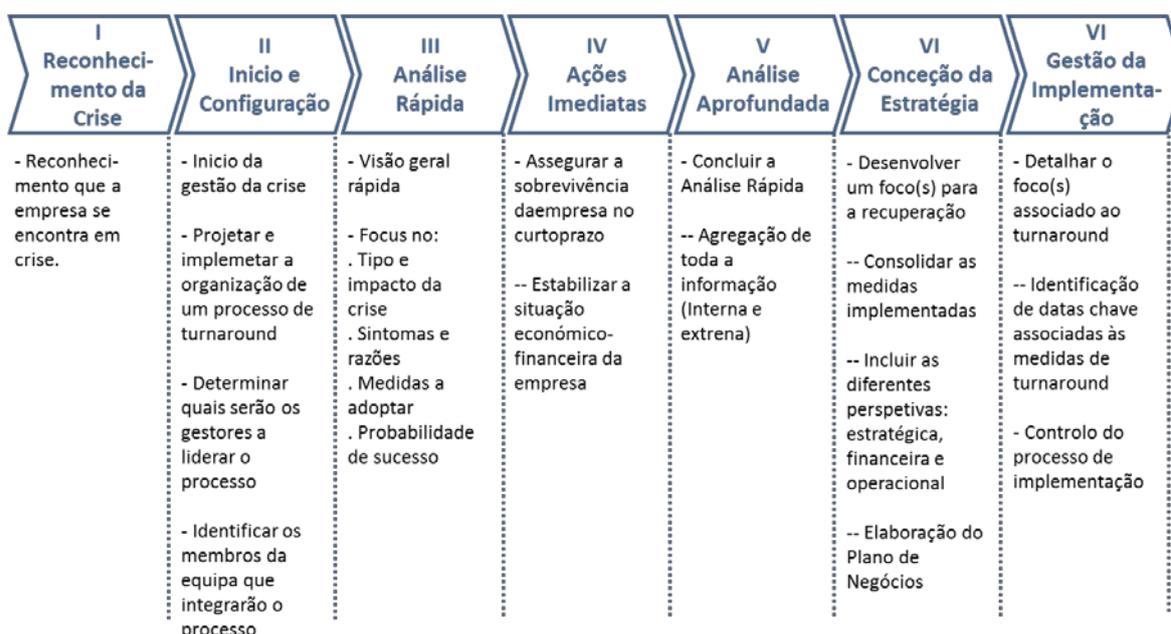
Autor	Ações de <i>Turnaround</i>	
Bibeault (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • Liderança forte • Controlo orçamental apertado • Responsabilidade da contabilidade • <i>core business</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Redistribuição de ativos • Previsão de fluxo de caixa • Controlo absoluto pela administração • Mudança de atitude
Balgobin & Pandit (2001)	<ul style="list-style-type: none"> • Reconhecer o declínio como um problema • Combinar a solução com a causa do declínio • Substituição do CEO ou Gestão de Topo 	<ul style="list-style-type: none"> • Alterações na propriedade do capital • Redução de custos • Rapidez de ação • Grau de gravidade do declínio
Khandwalla (1992)	<ul style="list-style-type: none"> • Alterações na Administração • Custos controlados de forma cirúrgica • Controlos mais rígidos ao nível financeiro • Mudanças transformacionais • Corte nos custos • Mudança estratégica 	<ul style="list-style-type: none"> • Reestruturação e capacitação • Ações de focagem nos produtos e mercados • Promover um impulso de vendas • Ações de eficiência a nível operacional
Barker (2005)	<ul style="list-style-type: none"> • Venda de ativos • Funcionários em <i>lay-off</i> • Substituição da gestão • Reestruturação da dívida 	<ul style="list-style-type: none"> • Pedido de falência • Corte de dividendos • Financiamento • Fusões
Slatter et al. (2006)	<ul style="list-style-type: none"> • Mudança de gestão • Controlo financeiro • Mudança organizacional • Reorientação produto /mercado • Melhoria nas ações de marketing 	<ul style="list-style-type: none"> • Redução de ativos • Redução de custos investimento • Redução da dívida e outras estratégias financeiras

Fonte: Autores referidos no quadro

Variáveis de Processo:

A investigação sobre o processo de gestão do *turnaround* refere-se ao fluxo de trabalho a promover na recuperação da empresa. A figura seguinte mostra um possível modelo de passos a dar neste processo. As etapas individuais estão logicamente ordenadas, podendo no entanto, ser ajustadas para corresponder a necessidades de situações de *turnaround* específicas.

Figura 2: Gestão do Processo de *Turnaround*



Fonte: Adaptado de Bibeault (1998)

O *turnaround* é um ato empresarial duplo, em que numa primeira fase, por norma, as estratégias adotadas têm por finalidade colocar as empresas com resultados equilibrados (*break-even point*) e, numa segunda fase apresentem resultados positivos, o que pressupõe a existência de várias etapas dentro destas duas grandes fases (Bibeault, 1998). Para estas fases Bibeault (1998) propôs cinco etapas numa situação de *turnaround* organizacional: (1) mudança de gestão de topo, (2) diagnóstico/avaliação da situação em que a empresa se encontra, (3) ações de emergência em função do diagnóstico elaborado, (4) estabilização da atividade operacional da empresa e (5) caminhar para o crescimento normal.

Já Pearce & Robbins (1993) e Chowdhury (2002), propõem apenas duas etapas: (1) envolvendo contenção, com foco na redução de custos e redução de ativos, e (2)

estágios de recuperação com estratégias adequadas para lidar com as causas do declínio - estratégias empresariais para lidar com causas externas e estratégias de eficiência para lidar com as causas internas.

2.3. Estratégias de *Turnaround*

De acordo com Slatter et al. (2006) as empresas que necessitam de ser reestruturadas padecem, tipicamente, das seguintes condições:

- Problemas de *cash flow* (incapacidade da empresa satisfazer as suas necessidades de *cash flow*);
- Passivo excessivo (empresas com demasiadas dívidas),
- Uma estrutura de dívida inadequada (as empresas com passivo e autonomia financeira que não correspondem ao *cash flow* que a empresa liberta);
- Insolvência refletida no Balanço (o que significa que os capitais próprios são negativos).

De acordo com Smith & Graves (2005) a investigação em matéria de estratégias de *turnaround* considerou vários fatores que afetam a probabilidade de recuperação, numa perspetiva externa e interna. Afirmam que o ambiente competitivo e a maturidade do sector influenciam a escolha e a eficácia das estratégias de *turnaround* implementadas pelas empresas em dificuldades financeiras. A perspetiva interna, como a gravidade da deterioração financeira e o fracasso da gestão, parecem ser um fator dominante a contribuir para a formulação de uma estratégia de *turnaround* e a probabilidade de uma recuperação bem-sucedida. Francis & Desai (2005) descobriram que as empresas que haviam passado por uma reestruturação com êxito tinham alguma folga nos recursos disponíveis, produtividade elevada e custos elevados que podiam ser reduzidos juntamente com ativos, em comparação com as empresas que não recuperavam.

Ainda de acordo com o autor, é importante compreender que reestruturar uma empresa em dificuldades financeiras implica um ato de ponderação em várias fases e o confronto com interesses divergentes, incluindo conflitos entre *stakeholders* e credores, entre credores, entre a gestão e os *stakeholders* e entre indivíduos e a organização, estando nesta circunstância em confronto situações geradas dentro e fora da organização.

Para Francis & Desai (2005) a disponibilidade de recursos pode limitar ou aumentar as opções das empresas para tentarem uma estratégia de reestruturação. Sugeriram que a escolha estratégica é uma função da disponibilidade organizacional, da dimensão e da percepção que a gestão tem da possibilidade de controlar os fatores externos. De acordo com os autores, em determinadas condições, a reestruturação pode não ser viável e a organização pode não ter capacidade ou recursos suficientes para implementar corretamente uma estratégia de reestruturação adequada. Num cenário de viabilidade, os resultados da reestruturação da empresa continuam a depender de fatores emergentes, vindos do interior e exterior das organizações, como por exemplo, ações dos concorrentes, que podem impedir ou retardar qualquer reestruturação.

Smith & Graves (2005) acrescentam ainda que as tentativas de reestruturação deparam-se frequentemente com mais desafios, sob a forma de graves pressões de tempo, uma limitadíssima folga de recursos e um apoio reduzido dos *stakeholders*.

De acordo com Schendel et al. (1976) e Hofer (1980) as empresas podem utilizar basicamente dois tipos de estratégias:

- Estratégia orientada para a eficiência.
- Estratégia empresarial orientada.

A escolha da estratégia depende da causa da crise. Reestruturações orientadas para a eficiência implicam a aplicação da redução de despesas, que incorporam medidas de redução de custos, *downsizing* e redução de ativos, enquanto reestruturações empresariais orientadas visam alinhar uma estratégia subjacente às condições de mercado.

Do exposto, podemos resumir no quadro seguinte, as principais medidas que é possível implementar no âmbito de uma reestruturação empresarial que opte por estas estratégias.

Quadro 2 – Estratégias de *Turnaround*

Orientada para a Eficiência (Redução de Custos)	Empresarial Orientada (Alinhamento Estratégico para Mudar o Ambiente)
<ul style="list-style-type: none"> • Redução dos custos operacionais • <i>Downsizing</i> • Redução de ativos operacionais • Investimentos internos 	<ul style="list-style-type: none"> • Investimentos em I & D • Estratégia de desinvestimento de ativos • Estratégias de investimentos em ativos

Fonte: Elaborado pela própria

Barker & Duhaime (1997) distinguem duas fontes de declínio: o declínio específico da indústria e o declínio de empresas específicas, este explicado como a incapacidade da empresa manter o seu desempenho e sofrer de desvantagem competitiva comparativamente com os seus concorrentes. Assim, se uma empresa atua numa indústria em crescimento, mas enfrenta uma deterioração do seu desempenho a adoção de uma estratégia empresarial orientada é obrigatória. Por outro lado, as empresas que sofrem de queda de desempenho devido a uma contração da indústria, devem colocar mais peso em estratégias orientadas para a eficiência.

Em oposição Robbins & Pearce (1992) afirmam que independente da causa do declínio a implementação de estratégias orientadas para a eficiência são fundamentais para ter sucesso no processo de reestruturação, a que se deverá seguir medidas de recuperação.

Assim, os autores definem um modelo sequencial de duas fases, numa primeira fase o objetivo é alcançar a estabilidade e parar a derrapagem financeira e de seguida implementar ações de revitalização. De acordo com os estudos que elaboraram a redução de custos e de ativos é o primeiro passo neste processo de duas fases, que é visto como uma exigência para ganhar eficiência e gerar *cash flow* positivo. Após a estabilização estar garantida, a segunda fase é de retorno ao crescimento ou fase de recuperação, onde o objetivo é o crescimento e desenvolvimento através de estratégias como aquisições, novos produtos, maior penetração no mercado e novos mercados. Concluíram que as empresas com estratégias empresariais orientadas para o crescimento como resposta à recuperação, conseguiram *turnaround* mais bem-sucedidos.

Bibeault (1998) argumentou que entre estes dois estágios de redução de despesas e recuperação é necessário uma decisão estratégica para a empresa. Neste contexto, a empresa pode optar por continuar a praticar a contenção como estratégia dominante ou combinar a fase de contenção com uma nova estratégia de recuperação que enfatize o crescimento. Apoiado por esta visão, o autor considera que uma reestruturação não é bem-sucedida, enquanto a empresa não alcançar uma base sólida para o seu crescimento, através da construção de sistemas eficazes que permitam a sua sustentabilidade no tempo.

Outros pesquisadores (Lohrke et al., 2004), vêm corroborar que a adoção de estratégias de *turnaround* devem ser feitas em dois andamentos, num primeiro estabilizar a situação de declínio e só depois encetar a recuperação, incorporando a importância dos *stakeholders*. O objetivo da primeira fase é evitar a continuação da queda do desempenho e construir as bases para a implementação de estratégias de recuperação. Este processo pressupõe o envolvimento dos *stakeholders* no apoio à reestruturação, a redução da descapitalização da empresa e assegurar um clima interno construtivo. Na segunda fase, as estratégias de recuperação são introduzidas de acordo com o grau declínio. A necessidade de utilizar uma abordagem em duas fases é determinada pela gravidade da situação, a dimensão da empresa e a disponibilidade de ativos livres e ociosos. Manter o apoio dos *stakeholder* é fundamental para facilitar a continuidade do negócio operacional. Por exemplo, nesta fase de dificuldades financeiras é propensa para as empresas experimentarem a demissão de funcionários-chave, resultando em fugas de cérebros para a concorrência. Fornecedores e clientes devem ser persuadidos a defender relações comerciais com a empresa e os detentores de dívida (Banca) devem estar disponíveis para rever os termos contratuais.

A fim de restaurar a confiança dos *stakeholders* para o potencial de sobrevivência da empresa e obter o seu apoio é necessário implementar, no início do processo de recuperação, ações rápidas que produzam resultados imediatos com o objetivo de melhorar a eficiência. Estas ações passam por situações de cortes nos custos, concentrados principalmente na redução dos níveis de *stocks*, dos custos dos produtos vendidos, nas despesas gerais e administrativas e em *downsizing*. Estes cortes de custos e melhorias de eficiência permitirão libertar recursos que podem ser realocados ao processo de recuperação.

No entanto, caso a gestão decida cortar custos em posições erradas esta situação pode causar uma nova queda na eficiência da empresa. Por exemplo, a mudança para fornecedores mais baratos pode ter um efeito degradante na qualidade do produto, fazendo com que mais clientes parem as relações comerciais. Também as decisões de dispensar trabalhadores e/ou realizar cortes salariais pode criar um ambiente de trabalho tenso, com falta de motivação, aumento do absentismo, diminuição da qualidade do produto, tempos de processamento alargados e entregas atrasadas.

Uma forma mais extensa de cortes é a redução de ativos operacionais, que pode ser concretizado para adequar a capacidade produtiva da empresa para o nível de procura atual, e assim tornar a produção mais eficiente e, em simultâneo, gerar meios financeiros através da venda de ativos, que pode ser usado para diminuir o peso da dívida ou promover os necessários aumentos de capital.

De acordo com Hofer (1980), para o declínio do desempenho pressupõe a execução de medidas de contenção para melhorar a eficiência, uma empresa em situação financeira crítica vai reestruturar as suas operações e, assim, afastar a ameaça de falência antes que comece a analisar a sua posição estratégica no mercado. Na segunda etapa, a empresa irá continuar a implementar mudanças operacionais mais profundas e duradouras ou lutar por uma reorientação estratégica, dependendo da causa do declínio. De acordo com Robbins & Pearce (1992) a melhoria operacional sustentável é alcançada quando no processo de recuperação se coloca a ênfase na reorientação estratégica, redefinindo o seu portfólio de produtos e mercados. A reorientação estratégica implica desinvestimento em áreas não rentáveis e investimento em áreas que fortaleçam a vantagem competitiva da empresa, seguindo o critério de criação de valor, pelo que unidades de negócios e mercados que não geram valor deverão ser abandonados. Se os desinvestimentos ocorrerem através da venda de ativos, o resultado destas alienações pode ser usado para reduzir o peso da dívida e para investir em unidades de negócios e mercados de criação de valor acrescentado. No entanto, dependendo da gravidade do declínio e do apoio dos *stakeholders*, especialmente da vontade dos credores bancários para conceder mais carência para amortização do capital, ou mesmo fornecer recursos financeiros adicionais, uma empresa pode ser forçada a vender unidades de negócios rentáveis para gerar meios financeiros.

Arogyaswamy et al. (1995) demonstraram a importância dos investimentos na fase de recuperação de uma empresa, nomeadamente em novas tecnologias que consideram vitais para as empresas se adaptarem a um ambiente em mudança e atender as expectativas do mercado. Estes investimentos podem ser realizados como parte do processo de reorientação estratégica para fortalecer o portfólio de produtos e mercados e acelerar o crescimento dos proveitos.

Mais recentemente, na sequência dos trabalhos de Robbins & Pearce, (1992) e Francis & Desai (2005), Kazozcu (2011) vem introduzir no tema da recuperação empresarial a abordagem baseada nos recursos, referindo que o papel dos recursos sustentáveis da organização e a flexibilidade estratégica para os explorar corretamente se bem conjugados são dois fatores importantes para a escolha da melhor estratégia durante o período de recuperação.

Já nos resultados da pesquisa de Francis & Desai (2005) se concluiu que a disponibilidade de recursos pode aumentar as opções estratégicas para promoção do *turnaround*. As mais comuns são a diversificação ao nível corporativo e a concentração ao nível do negócio.

A diversificação pode ser definida como a entrada de uma empresa em novas linhas de atividade, através de meios internos (investimento em novos produtos, serviços, segmentos de clientes ou mercados geográficos) ou externos (aquisições e fusões). Por outro lado, a concentração pode ser conseguida através de crescimento vertical (quando a empresa assume funções anteriormente realizadas por um fornecedor) ou horizontal (quando a empresa expande a sua gama de produtos nos mercados atuais).

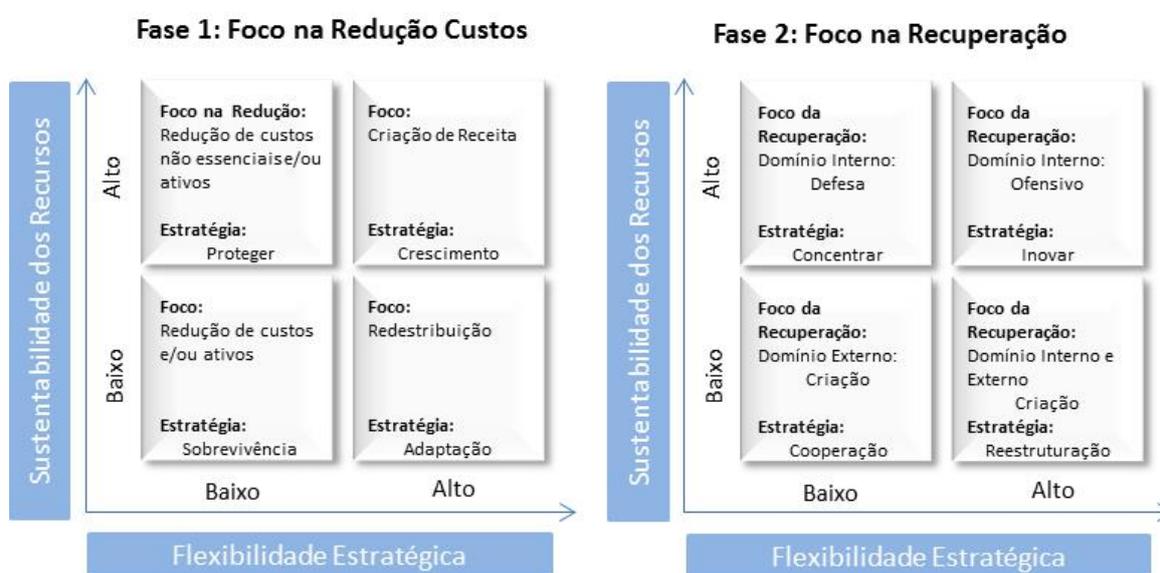
Entre a literatura sobre a recuperação de empresas que integra a visão baseada nos recursos, Balgobin & Pandit (2001) concluíram, com base nos casos estudados, que o sucesso da recuperação esteve baseado na relevância assumida pela disponibilidade e tipo de recursos disponíveis, enquanto, nos casos de insucesso, as estratégias de resposta foram baseadas em recursos em que faltava base competitiva sustentável.

Embora a existência de recursos chave de uma empresa constitua uma variável importante na escolha e sucesso da estratégia de recuperação, a sua posse deve ser reforçada pela sua utilização eficaz e inovadora para a obtenção de vantagens competitivas, ou seja a empresa deve ser flexível para fazer uso destes recursos

(Kazozcu, 2011). O autor define a flexibilidade estratégica como a “capacidade da organização de reconhecer as mudanças no ambiente externo e aproveitar os recursos existentes para tomar as medidas adequadas em tempo útil e de forma rápida”.

Considerando o processo de *turnaround* em duas fases, o autor apresenta um modelo que consiste em duas matrizes separadas, uma para a contenção de custos e outra para a recuperação, apresentando estratégias dominantes para cada um dos quadrantes que podem ser usadas de forma combinada.

Figura 3: Matrizes de Estratégias de *Turnaround*: (Fase 1) Redução Custos, (Fase 2) Recuperação



Fonte: Adaptado de Kazozcu (2011)

O foco na redução de custos (fase 1) refere-se às áreas alvo de contenção, tais como redução de ativos ou custos, melhorar a eficiência através de melhor redistribuição de recursos e gerar receitas. O foco na recuperação (fase 2) menciona duas dimensões, uma interna (ex. aumentar ativos e novos investimentos) e outra externa (ex. fusão e aquisição de outras empresas). As estratégias mencionadas em cada matriz dependem dos níveis de sustentabilidade dos recursos e da flexibilidade estratégica.

De acordo com o referido na literatura podemos concluir que os modelos e estratégias de recuperação empresarial não variam muito, aparecendo sob a forma de diferentes terminologias, mas no essencial é visto como um processo que deve ser implementado

em fases, em que as primeiras são de redução de custos, e as subsequentes de recuperação, conforme proposto e discutido pelos vários autores citados atrás.

3. METODOLOGIA

O objetivo deste capítulo é descrever o tipo de pesquisa realizada, as técnicas de recolha de dados, a forma de análise da informação e a definição da amostra para a realização do estudo.

3.1. Estudo de Casos

Considerando que o presente trabalho irá recorrer à metodologia de estudo de casos, o método de investigação associado encontrar-se-á no paradigma interpretativo que resultar da análise dos casos de estudo apresentados. Um estudo de caso pode centrar-se num único caso ou em vários casos, dependendo da natureza dos sujeitos e do objetivo da investigação (Yin, 2009). Num único estudo de caso, o pesquisador concentra-se num problema, e em seguida seleciona um caso limitado para ilustrar esta questão, o que poderá permitir compreender melhor uma circunstância ou representar uma necessidade de refinar uma teoria existente num novo contexto (ou seja, estudo de um caso instrumental) (Stake, 2006). Num estudo de casos múltiplos (ou estudo de caso coletivo), vários estudos de caso são selecionados para ilustrar um problema (Stake, 2006), que permitirá obter múltiplas perspetivas sobre o mesmo tema através de diferentes casos.

Seguindo os requisitos de Yin (2009), esta abordagem é recomendada quando: a) se pretende focalizar o estudo na resposta de “como” e “porquê”; b) não é possível manipular o comportamento das pessoas envolvidas no estudo; c) se pretende cobrir as condições contextuais que são relevantes para o estudo; e d) não se afigura claro os limites entre fenómeno que se pretende estudar e o seu contexto.

Por outro lado, a escolha do método está diretamente relacionada com as questões de investigação (Yin, 2009). Considerando que a presente investigação visa explicar as circunstâncias que são vividas no presente pelas empresas que promoveram *turnarounds*, mais este método se afigura relevante, uma vez que o estudo de casos múltiplos é tanto mais relevante quanto mais a questão de investigação requer uma extensa e aprofundada descrição de um fenómeno (Yin, 2009).

O estudo contemplará quatro casos, para tentarmos aferir semelhanças e diferenças entre cada um perante o mesmo problema, cuja escolha teve por base casos suscetíveis de replicação, conforme sugerido por Eisenhardt (1989). O número de casos é consistente

com os parâmetros fornecidos por este autor, que na abordagem dos casos múltiplos indica não existir nenhum número ideal de casos.

As empresas pertencem a diferentes sectores de atividade, apresentando-se de seguida uma caracterização sumária da amostra:

Quadro 3 – Caracterização da Amostra

Empresa	Localização	Setor Atividade	Valor do Ativo 2013	Início Reestruturação
Ribalde – Fábrica de Equipamentos de Movimentação de Terras e Cargas, Lda	Santo Tirso	Metalomecânica	13.814.652 €	2009
Coelima – Indústrias Têxteis, SA	Pevidém	Têxteis Lar	60.216.009 €	2010/2011
Pizarro, SA	Guimarães	Acabamentos Têxteis (Serviços)	47.664.991 €	2009
Azuribérica, SA	Oliveira do Hospital	Confeção	1.610.961€	2010/2011

Fonte: Elaborado pela própria

É importante sublinhar o facto de todas as empresas produzirem bens transacionáveis num contexto de concorrência internacional e terem efeitos sensíveis sobre a empregabilidade e a criação de valor ao nível da região onde estão instaladas. De acordo com as entrevistas realizadas aos gestores de topo, cujas principais conclusões se apresentam no próximo capítulo e no anexo II, todas as empresas ainda se encontram a concluir os processos de *turnaround*.

A escolha destas empresas teve subjacente o interesse particular de cada caso para o presente estudo, pela contextualização diferenciadora de cada situação face à reestruturação, que será descrita no próximo capítulo, nomeadamente na forma como cada processo tem sido conduzido, mas onde os fenómenos de interesse, consubstanciados nas hipóteses de investigação, terão fortes probabilidades de se manifestar (Patton, 2003) o que à partida poderá tornar as conclusões mais ricas.

A Ribalde, Lda é uma empresa da área da metalomecânica, cuja recuperação está a ser liderada apenas por um dos acionistas do conjunto inicial de detentores do capital.

Por sua vez, a Coelima, SA é uma empresa que se encontra em processo de recuperação enquadrada numa estratégia “semelhante a uma fusão” com outras empresas do setor, com apoio de um Fundo de reestruturação e com apoio do Estado Português,

introduzindo-se um aspeto que consideramos muito interessante, uma gestão profissional.

A Pizarro, SA da área dos serviços à indústria têxtil, que na eminência de falência encetou uma profunda reestruturação, promovida no seio da família, pela segunda linha geracional, sendo interessante a perspetiva da reestruturação alinhada com a questão da sucessão.

Por fim, as características subjacentes à criação da Azuribérica SA, empresa que surge para adquirir uma unidade industrial que se encontrava em processo de liquidação, é um caso selecionado para ilustrar a vertente da recuperação de negócios pela via da aquisição, cujas motivações por parte do adquirente podem ser interessantes de analisar e do ponto de vista de políticas públicas interessante de apoiar.

Significa isto, que o fator comum às várias empresas foi a contingência da reestruturação e não fatores exclusivos de comparabilidade, até porque atuam em diferentes setores, apresentam dimensão, recursos e performance distintos, o que significa que as hipóteses de investigação terão maior probabilidade de ser extrapoladas para um universo mais global de empresas que necessitam de passar por processos desta natureza.

Para além destes aspetos o objetivo é trazer para as questões de investigação informações suficientes para as ilações que se pretendem retirar, e os atuais CEO/Diretores das empresas em estudo têm uma visão muito global e abrangente das indústrias e dos processos de *turnaround* encetados nas empresas, uma vez que foram conduzidos por eles.

A investigação será conduzida através da conjugação do método quantitativo e qualitativo. Por forma a aferir o sucesso no processo de *turnaround* haverá a necessidade de validar o ponto de partida das empresas bem como os resultados económico e financeiros obtidos após as estratégias adotadas, nomeadamente os resultados obtidos nas duas fases identificadas por Bibault (1998), e anteriormente referidas, a que se juntará as conclusões obtidas na parte qualitativa.

Assim, adotaremos uma abordagem mista, combinando método qualitativo com o quantitativo, abordagem muito comum nos últimos anos (Bryman, 2006) e considerada complementar quando se pretende realizar investigação onde se procura combinar

variáveis qualitativas com quantitativas, dado o seu potencial sinérgico (Eisenhardt, 1989) em termos de investigação.

Na recolha de dados iremos utilizar informação que será retirada das demonstrações financeiras das empresas antes e depois das intervenções e, usar também, como fonte de dados, a entrevista semiestruturada a análise de documentação e arquivos (Eisenhardt, 1989) que em conjunto permitirá aumentar a robustez da análise, permitindo de forma complementar triangular os resultados e aumentar o grau de precisão da investigação.

3.1.1. Investigação Quantitativa - Informação Financeira

Na componente quantitativa temos um duplo objetivo, por um lado analisar a situação económica e financeira das empresas à partida e, por outro, identificar como evoluiu a empresa em termos estratégicos e de mercado, como atuou sobre os custos, como recuperou em termos operacionais, como geriu os seus recursos, ou seja verificar se existe, ou não, uma correlação dos resultados obtidos na parte qualitativa com a performance económica e financeira das empresas ao longo do processo de recuperação.

Para este efeito, analisar-se-á os indicadores de desempenho em termos temporais da seguinte forma:

1. Os dois anos contabilísticos anteriores ao início do processo de reestruturação, sendo que todas as empresas iniciaram a sua recuperação nos anos de 2009 e 2010/2011;
2. E após início da reestruturação estudar-se-á a evolução das empresas até ao último exercício económico disponível (2013), o que significa que cada uma das empresas tem em média três exercícios económicos completos em processo de *turnaround*.

Para a avaliação do grau de gravidade do declínio das empresas nos dois anos anteriores ao início da sua reestruturação (ponto 1. acima identificado) aplicar-se-á o modelo de previsão de falências de Edward Altman (1968), denominado Altman Z-Score.

Optou-se por utilizar este indicador porque de acordo com vários autores o indicador Z-Score de Altman é uma medida forte para avaliar a situação financeira de uma empresa e validar qual o grau de deterioração da mesma (Barker & Duhaime, 1997, Abebe, 2010).

O indicador Z- Score de Altman é baseado em rácios financeiros e a fórmula que irá utilizar-se   a desenvolvida pelo autor para as empresas industriais privadas (não cotadas em bolsa), (Altman, 2000), cuja composi o   a seguinte:

$$\mathbf{Z' \text{ Score} = (0,717 * X1) + (0,847 * X2) + (3,107 * X3) + (0,42 * X4) + (0,998 * X5) \text{ onde,}}$$

$$X1 = \text{Ativo Circulante} / \text{Ativo Total}$$

$$X2 = (\text{Resultado Líquido} + \text{Resultados Líquidos Transitados}) / \text{Ativo Total}$$

$$X3 = \text{Resultados Operacionais} / \text{Ativo Total}$$

$$X4 = \text{Valor Contabilístico das A oes} / \text{Passivo Total}$$

$$X5 = \text{Vendas} / \text{Ativo Total}$$

Segundo Altman (2000) o intervalo das pontua es a considerar deverá ser o seguinte:

- $Z' \text{-Score} < 1,23 = \text{Zona I}$ (não há erro de classifica o quanto ao estado de falência)
- $Z' \text{-Score} > 2,90 = \text{Zona II}$ (não há erro de classifica o quanto ao estado de não falência)
- $Z' \text{-Score} \geq 1,23 \text{ e } \leq 2,90$ "Zona Cinzenta" (zona de incerteza)

Altman no seu modelo de previsão de falências identifica dois valores críticos e considera que as empresas já não estão na "zona segura" quando o $Z' \text{-Score}$ cai abaixo do valor 2,90, enquanto uma empresa com um $Z' \text{-Score}$ abaixo do valor 1,23 tem ainda maior probabilidade de falência e por inerência maior dificuldade na sua recupera o.

No presente estudo definiremos as empresas como estando em *distress* (dificuldades financeiras) se apresentarem um indicador abaixo de 1,23 nos dois anos anteriores ao início da sua reestrutura o.

Os modelos estruturais de recupera o de empresas sugerem que a extensão e velocidade com que se iniciam e ativam as respostas globais para promover a recupera o, depende da gravidade e natureza do declínio (Robbins & Pearce, 1992, Barker & Duhaime, 1997).

Com o objetivo de classificarmos a recuperação das empresas, iremos avaliar a evolução do desempenho das empresas após iniciarem a sua recuperação (ponto 2. acima identificado), e para o efeito usaremos os indicadores construídos nas hipóteses de investigação apresentadas no ponto 3.2 deste capítulo.

De acordo com Abebe (2010), uma empresa é definida por ter uma recuperação bem-sucedida se apresentar três anos consecutivos de retorno positivo e crescente sobre os ativos (ROA). Da mesma forma, as empresas que não conseguiram promover o seu *turnaround*, significa que a rentabilidade do ativo (ROA) foi diminuindo durante o período de recuperação. Como pretendemos aproximar-nos do conceito de Zimmerman (2002) definido no capítulo 2., e considerando que as hipóteses de investigação têm subjacente a construção de um maior número de indicadores económicos e financeiros, que servirão de discriminantes para avaliar fatores determinantes do sucesso da recuperação, pretendemos utiliza-los para as ilações a retirar, diminuindo, assim, a desvantagem do uso de um único indicador.

Para além da análise quantitativa iremos complementar os resultados obtidos com informação de natureza qualitativa, a obter através de entrevistas semiestruturadas a realizar junto da gestão de topo, responsável por conduzir a recuperação de cada uma das empresas alvo de estudo e a análise documental.

3.1.2. Investigação Qualitativa - A Entrevista Semiestruturada e a Análise Documental

A aferição da performance financeira de uma empresa remete-nos para abordagens quantitativas, já a contextualização destes processos julga-se serem melhor estudados a partir de abordagens qualitativas, uma vez que depende da perceção dos envolvidos, das características do negócio e do respetivo contexto onde se encontra enquadrada a empresa.

Na pesquisa qualitativa é usual que o investigador procure entender os fenómenos na perspetiva dos participantes da situação em causa e, a partir daí, identifique os fenómenos estudados.

Patton (2003) considera o investigador como um intérprete da realidade. Segundo o autor a pesquisa qualitativa, por oposição à quantitativa, tem a ver com o modo como os dados serão tratados. A pesquisa qualitativa é indutiva, no sentido em que o investigador desenvolve conceitos e hipóteses a partir dos padrões observados, o que

significa que envolve, necessariamente, trabalho de campo, proporcionando um relacionamento mais longo e flexível entre o investigador e os observados, que no caso da presente investigação serão os entrevistados. A informação recolhida é mais ampla e tem maior riqueza no detalhe.

As metodologias qualitativas de recolha de dados são várias e permitem aos investigadores escolher quais os instrumentos de pesquisa que mais se adequam à sua investigação (Yin, 2009). Neste estudo, no que concerne à pesquisa qualitativa, optou-se por recolher informação recorrendo à entrevista semiestruturada e à análise documental, por se entender serem as técnicas que melhor se adequam à investigação em causa e que servirá para triangular com dados obtidos na análise quantitativa.

Complementar os indicadores de desempenho de natureza contabilística para definir a melhoria (ou não) do desempenho de um processo de reestruturação com opiniões obtidas a partir de entrevistas será uma clara vantagem para identificar as empresas que sofreram verdadeiras alterações nos seus indicadores. Robbins & Pearce (1992) sugerem abordar pelo menos um dos executivos da empresa para recolher a sua opinião sobre a recuperação da empresa, enquanto Barker & Duhaime (1997) usou um painel de especialistas para desenvolver uma lista de ações de resposta fundamentais que foram projetadas num questionário enviado para a amostra das empresas que estudaram, a fim de avaliarem se a empresa realmente empreendeu ações de resposta.

Os casos de *turnaround* são bastante heterogéneos na sua natureza, exigindo medidas personalizadas (Kazozcu, 2011), e as ações de resposta de sucesso estão ligadas a muitos fatores contextuais, por exemplo, da indústria e do ambiente, pelo que as opiniões dos gestores envolvidos nos processos de recuperação podem diminuir e levar em conta a influência das variações contextuais (Pandit, 2000), o que é difícil de medir e captar através de elementos contabilísticos.

Considerando o referido iremos levar em linha de conta as opiniões dos gestores aquando da validação global das hipóteses de investigação, na sequência dos resultados obtidos através das entrevistas semiestruturadas realizadas.

A entrevista semiestruturada caracteriza-se pela existência de um guião previamente estruturado que serve de eixo orientador e torna-se importante quando se trata de recolher dados válidos sobre opiniões e ideias dos sujeitos observados. O objetivo é garantir que os entrevistados respondam às mesmas perguntas, podendo estas ser

aprofundadas ou adaptadas ao entrevistado ao longo da entrevista. Esta situação irá verificar-se aquando da entrevista ao acionista maioritário da Azuribérica, SA pelas razões referidas na caracterização da amostra.

No caso do presente estudo, o guião está orientado para perceber qual o entendimento dos gestores de topo, que implementaram e acompanharam as estratégias de recuperação das empresas, sobre as causas que estiveram na origem do declínio da empresa, as estratégias implementadas, visando a estabilização e a recuperação da empresa e, ainda, a sua perceção sobre os resultados obtidos até ao presente à luz daquilo que se definiu como sendo as questões de investigação, explanadas no ponto seguinte do presente capítulo.

A elaboração do guião decorreu de um trabalho consolidado, depois de realizada a revisão da literatura e estabelecidas as hipóteses de investigação.

Entrevistaram-se os quatro gestores responsáveis pelo processo de recuperação das empresas alvo do estudo sem tempo prévio estabelecido, permitindo-se toda a abertura de discurso do entrevistado. No anexo I, apresenta-se o guião da entrevista e no anexo II quadros com a análise das entrevistas realizadas, por empresa.

3.1.3. Triangulação de Dados

A triangulação de dados permite estabelecer ligações entre resultados obtidos por diferentes métodos, promovendo uma melhor ilustração e compreensão dos resultados obtidos, permitindo que os investigadores sejam mais críticos e céticos face aos dados recolhidos (Flick, Kardoff, & Steinke, 2004).

No caso do presente estudo iremos centrar-nos no conceito de triangulação enquanto “triangulação metodológica” (Cox & Hassard, 2005), mais especificamente a combinação do método quantitativo e qualitativo que podem combinar-se de diferentes formas, apesar de existir uma preponderância do quantitativo sobre o qualitativo, sendo que esta última visa, através de entrevistas semiestruturadas, validar os resultados obtidos na análise quantitativa dos estudos de caso.

3.2. Hipóteses de Investigação

Neste ponto apresentam-se as variáveis que foram consideradas na pesquisa empírica. Presume-se que estas variáveis têm impacto na probabilidade de uma empresa se recuperar de dificuldades económicas e financeiras, agindo, portanto, como discriminantes, permitindo uma separação das empresas que conseguem alcançar o sucesso nos seus processos de *turnaround* daquelas que permanecem em situação de dificuldade financeira. Formulou-se uma hipótese para cada variável.

3.2.1. Dimensão das Empresas

Iremos medir a dimensão da empresa pelos seus ativos tangíveis, seguindo assim a orientação de Smith, et al. (2005), que relacionam a dimensão da empresa com a sua capacidade de endividamento, ou seja, pela sua possibilidade de colateralizar os empréstimos com a totalidade dos seus ativos tangíveis. Assim, segundo os autores, uma empresa com uma maior capacidade de endividamento terá acesso mais fácil ao mercado de crédito visando angariar fundos necessários para a sua reestruturação.

Destacam o impacto positivo do histórico das grandes empresas em captar recursos externos e a sua capacidade de obter apoio financeiro adicional. Além disso, o apoio forte dos *stakeholders* é esperado para as grandes empresas, uma vez que estes, por princípio, têm mais a perder em caso de falência. Acrescentam ainda, que as grandes empresas dispoñdo de mais ativos, podem aliená-los permitindo uma libertação de meios financeiros gerados internamente que irão contribuir para o processo de reestruturação. Uma opinião contrária é evidenciada por Paint (1991), que considera haver uma relação negativa entre a dimensão da empresa e o potencial de retorno. Segundo ele, as empresas menores podem adaptar-se mais rapidamente para alterar as condições do seu ambiente. Acrescenta ainda, que o facto das pequenas empresas se caracterizarem por um reduzido nível hierárquico permite-lhes reagir rapidamente às mudanças do mercado e, apesar de poderem ter um acesso mais restrito aos mercados de capitais, força-os a recorrer a meios financeiros internos não ficando tão expostos aos seus financiadores externos.

O indicador a considerar será: Total dos Ativos Tangíveis.

Hipótese 1: A dimensão da empresa, medida pelos seus ativos tangíveis, e um *turnaround* de sucesso estão positivamente correlacionados?

3.2.2. Grau de Gravidade do Declínio

Sudarsanam & Lai (2001) indicam que a gravidade da situação financeira da empresa influencia negativamente o tempo necessário para a reestruturação e pode inibir a realização de determinadas medidas de reestruturação, em particular as que contemplam despesas de capital, pois os credores podem opor-se à implementação de tais ações, porque eles consomem fundos de capital que podem ser usados para resolver parte dos seus créditos. Slatter et al. (2006), refere ainda que a implementação de medidas de contenção pode enfrentar resistência organizacional, resultando numa diminuição da eficiência operacional e potenciando o agravamento da situação de dificuldade.

A gravidade do declínio será medida pelo Z'-Score, conforme explicado no capítulo anterior. As empresas que evidenciem um Z-Score abaixo de 1,23 ou mesmo negativo são consideradas numa situação de gravidade.

Assim a fórmula a utilizar será:

$$\mathbf{Z' \text{ Score} = (0,717 * X1) + (0,847 * X2) + (3,107 * X3) + (0,42 * X4) + (0,998 * X5) \text{ onde,}}$$

$$X1 = \text{Ativo Circulante} / \text{Ativo Total}$$

$$X2 = (\text{Resultado Líquido} + \text{Resultados Líquidos Transitados}) / \text{Ativo Total}$$

$$X3 = \text{Resultados Operacionais} / \text{Ativo Total}$$

$$X4 = \text{Valor Contabilístico das Ações} / \text{Passivo Total}$$

$$X5 = \text{Vendas} / \text{Ativo Total}$$

Hipótese 2: A gravidade do declínio e o potencial de *turnaround* estão negativamente correlacionados?

3.2.3. Estrutura de Capitais

Para uma empresa em dificuldade reorganizar a sua estrutura de capital e reduzir os encargos com a dívida pode ser um passo essencial para uma recuperação bem-sucedida. Esta situação pode ser alcançada pela renegociação de contratos de dívida existentes, por forma a dispor de maiores períodos de carência, redução de juros e de capital, ou uma troca de dívida por capitais próprios, ou uma combinação das três situações (Sudarsanam & Lai, 2001). O mesmo autor sublinha o sinal positivo que é dado ao mercado quando as empresas conseguem renegociar as dívidas com os seus financiadores.

A fim de se obter uma imagem mais precisa do endividamento das empresas da amostra far-se-á a proporção entre a dívida total (passivo total) e os ativos totais, por forma a avaliar o quanto do total do ativo é financiado externamente. Um decréscimo no rácio pode resultar da implementação de medidas de redução de dívida ou de um aumento do financiamento dos ativos por fundos próprios.

Também um aumento de capital por parte dos acionistas pode potenciar um *turnaround* bem-sucedido, sendo possível interpretar que os detentores do capital acreditam no potencial de recuperação da empresa (Sudarsanam & Lai, 2001).

As fórmulas a utilizar serão:

- Grau de Cobertura do Ativo por Capital Alheio = $\frac{\text{Passivo Total...}}{\text{Ativo Total}}$
- Evolução do Capital Próprio

Hipótese 3: Alterações no total das dívidas em relação ao total de ativos e o potencial de *turnaround* estão negativamente correlacionadas?

Hipótese 4: Alterações no Capital Próprio e o potencial de *turnaround* estão positivamente correlacionados?

3.2.4. Saúde Financeira de Curto Prazo

De acordo com Zeni & Ameer (2010) o rácio de cobertura dos custos financeiros pelos fundos gerados pelas operações da empresa (EBITDA) permite avaliar a capacidade da empresa manter os seus encargos financeiros. Um aumento do indicador pode significar

um crescimento do EBITDA (resultado da atividade da empresa ou das margens de comercialização) ou da descida das taxas de juro. Esta última situação pode resultar do processo negocial com os financiadores aquando do início dos processos de *turnaround*.

A fórmula a considerar será a seguinte:

$$\text{Cobertura dos Custos Financeiros} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Custos Financeiros}}$$

Hipótese 5: Alterações no grau de cobertura dos custos financeiros e o potencial de *turnaround* estão positivamente correlacionados?

3.2.5. Saúde Financeira de Longo Prazo

Para a avaliação da empresa do ponto de vista financeiro a longo prazo iremos analisar de que forma o *Cash-Flow* gerado pela empresa subtraído das Necessidades de Fundo de Maneio (NFM) consegue cobrir o seu passivo.

Sudarsanam & Lai (2001) sugere que se utilize o indicador EBITDA (lucro antes de juros impostos e depreciação) em vez do *cash-flow*, no entanto, consideramos que deve ser levado em consideração os custos resultantes de pagamento de juros e de impostos, bem como o reinvestimento no negócio operacional. Tão importante como aferir a capacidade da empresa em libertar excedente financeiro a partir da sua componente operacional (EBITDA) é igualmente importante perceber de que modo a empresa tem capacidade em reembolsar a sua dívida após cumprir com as suas responsabilidades associadas aos respetivos juros, pagamento de impostos e investimento no seu ciclo operacional a partir do excedente financeiro que consegue gerar do seu negócio. Acaba por se tratar de um indicador de solvabilidade. O rácio a utilizar será, então, o seguinte:

$$\text{Solvabilidade} = \frac{((\text{Resultados Líquidos} + \text{Depreciações}) - \text{NFM})}{\text{Passivo Total}}$$

Hipótese 6: Alterações na cobertura do Passivo Total por *Cash-Flow* e o potencial de *turnaround* estão positivamente correlacionados?

3.2.6. Rendibilidade e Eficiência

- Rendibilidade

Utilizaremos a Rendibilidade das Vendas com o objetivo de avaliar a forma como as empresas controlaram a sua estrutura de custos, pois acreditamos que um aumento desta relação pode promover o processo de recuperação, uma vez que tanto pode ser conseguida por uma melhoria na estrutura de custos como por um aumento do volume de vendas. Um aumento nesta rendibilidade vai promover o processo de recuperação porque a partir desta situação a empresa será capaz de gerar mais *cash flow* e em consequência aliviar as dívidas ou realizar novos investimentos que lhe permitam criar valor (Robbins & Pearce, 1992).

O indicador a considerar será o seguinte:

$$\text{Rendibilidade das Vendas} = \frac{\text{RL}}{\text{Vendas}}$$

Hipótese 7: Alterações na Rendibilidade das Vendas e o potencial de *turnaround* estão positivamente relacionados?

- Eficiência

Robbins & Pearce (1992) estão de acordo sobre a necessidade de reforçar as ações de contenção e redução de custos para reforçar o caminho para promover o *turnaround* de uma empresa em dificuldades. Adotaremos o indicador da Margem de Lucro Operacional para avaliar a melhoria da eficiência através da concretização de medidas de redução de custos. O indicador será o seguinte:

$$\text{Margem de Lucro Operacional} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Vendas}}$$

Um aumento da margem de lucro operacional pode derivar de uma diminuição dos custos variáveis, como custos com pessoal ou preço de aquisição de matérias-primas, ou em alternativa houve um conjunto de sinergias que potenciou o crescimento das vendas a um ritmo mais rápido do que os custos variáveis.

Hipótese 8: Alteração na Margem de Lucro Operacional e o potencial de *turnaround* estão positivamente relacionadas?

3.2.7. Investimentos / Desinvestimentos

- Ativos Livres

Esta variável está diretamente relacionada com a capacidade de endividamento das empresas. Smith et al. (2005) elaboraram a seguinte definição:

$$\text{Ativos Livres} = \frac{\text{Total Ativos Tangíveis} - \text{Empréstimos com Garantias}}{\text{Total Ativos Tangíveis}}$$

A relação indica a quantidade de ativos não colateralizados da empresa. Assim, quanto maior a proporção maior será a margem de manobra que a empresa dispõe de assumir dívida adicional, tal como novos empréstimos que podem ser dotados de garantias, permitindo aos credores tomar posse destes bens em caso de incumprimento. Isto facilita o acesso a capitais externos para a promoção da recuperação. Além disso, enquanto os ativos que servem de garantias a empréstimos existentes não podem ser alienados o património livre pode ser vendido, representando, portanto, uma possível fonte de receitas.

Hipótese 9: Os Ativos Livres de Ónus e o potencial de *turnaround* estão positivamente relacionados?

- *Downsizing*

Robbins & Pearce (1992) entendem a aplicação de medidas de contenção, como o primeiro passo para uma recuperação bem-sucedida. Tais medidas não se limitam à redução de trabalhadores, mas envolvem esforços de redução de custos e alienação de ativos, tendo em vista a melhoria da eficiência e a geração de fluxos financeiros. Baseado em Smith et al (2005) definimos downsizing da seguinte forma:

$$\text{Downsizing} = \frac{\text{Ativos Tangíveis (ano n)} - \text{Ativos Tangíveis (ano n-1)}}{\text{Ativos Tangíveis (ano n-1)}}$$

Hipótese 10: O grau de *Downsizing* e o potencial de *turnaround* estão positivamente relacionados?

3.2.8. Capacidade de Gestão

Para uma recuperação bem-sucedida é fundamental que os *stakeholders* e os acionistas acreditem na capacidade da equipa de gestão a quem compete dirigir o processo de *turnaround*.

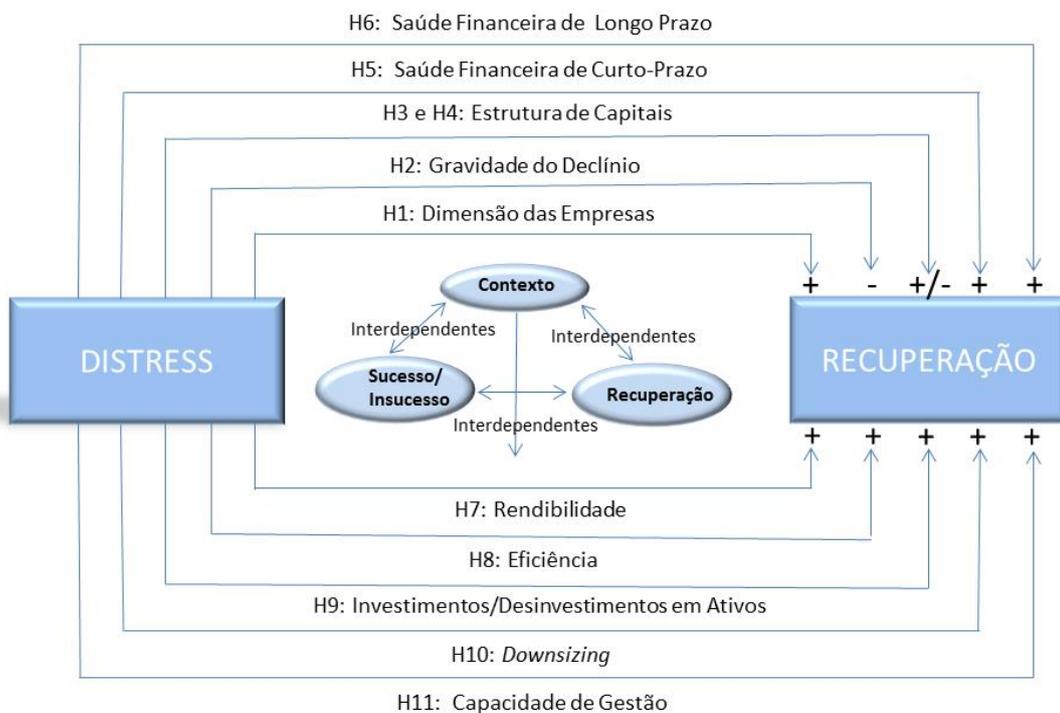
Zeni & Ameer (2010) incluíram o indicador ROE (*Return on Equity*) como uma medida de capacidade e de especialização da gestão, pelo que aplicaremos o ROE para avaliar a capacidade da equipa de gestão de topo, bem como a forma como garantiram o apoio das partes interessadas, nomeadamente, nos casos em que a gestão não é feita pelos acionistas.

$$\text{ROE} = \frac{\text{RL}}{\text{Capitais Próprios}}$$

Hipótese 11: A capacidade de gestão e o potencial de *turnaround* estão positivamente relacionados?

Apresenta-se a seguir, sob a forma de esquema, as hipóteses de investigação a estudar e o impacto que as mesmas podem ter na recuperação das empresas.

Figura 4: Hipóteses de Investigação



Fonte: Elaborado pela própria

3.2.9. Resumo das Variáveis/Hipóteses a Analisar

O quadro abaixo apresenta um resumo das variáveis que foram tomadas em consideração no estudo empírico, bem como a relação de cada uma delas com o potencial de recuperação das empresas.

Quadro 4 – Resumo das Hipóteses a Analisar

Variáveis	Suporte Empírico	Relação com o potencial de recuperação	Aplicável aos Estudos de Caso
I. Dimensão			
Total dos Ativos Tangíveis	Smith et. al (2005) Paint (1991)	Positiva	Sim (exceto no caso da Azuribérica, SA)
II. Gravidade do Declínio			
Z' Score	Altman (2000) Robbins et al. (1992) Sudarsanam et al. (2001)	Negativa	Sim (exceto no caso da Azuribérica, SA)
III. Estrutura de Capitais			
Cobertura Ativo por C. Alheio △ Capital Próprio	Sudarsanam et al. (2001)	Negativa Positiva	Sim
IV. Saúde Financeira de Curto Prazo			
Cobertura Custos Financeiros	Zeni et. al (2010)	Positiva	Sim
V. Saúde Financeira de Longo Prazo			
Solvabilidade (CF - NFM / Total do Passivo)	A própria	Positiva	Sim
VI. Rendibilidade e Eficiência			
...Rendabilidade das Vendas	Robbins et. al (1992)	Positiva	Sim
Margem Lucro Operacional	Chowdhury et. al (1996)		
VII. Investimentos e Desinvesti/			
Ativos Livres de Ónus <i>Downsizing</i>	Smith et. al (2005) Robbins et al. (2005)	Positiva	Sim (exceto na Azuribérica, SA)
VIII. Capacidade de Gestão			
<i>Return on Equity</i> (ROE)	Zeni et. al (2010)	Positiva	Sim

Fonte: Compilado pela própria

As variáveis são aplicadas a todas as empresas, exceto a variável I, II e VII que não são aplicáveis ao caso da Azuribérica – Confeções, SA, uma vez que esta empresa surge para adquirir uma unidade industrial que se encontrava em processo de insolvência e liquidação. Este caso é selecionado para ilustrar a vertente da recuperação de negócios pela via da aquisição, pelo que as causas e gravidade do declínio não são relevantes para o estudo porque estavam ultrapassadas, bem como os desinvestimentos em ativos tangíveis.

4. ESTUDO DOS CASOS E CONCLUSÕES

Neste capítulo pretende-se apresentar os resultados do nosso estudo sobre os casos das empresas da amostra, triangulando os resultados da análise quantitativa com as informações obtidas nas entrevistas e em documentação disponibilizada pelas empresas.

Para que seja possível enquadrar as conclusões far-se-á uma apresentação sumária de cada uma das empresas estudada, apresentar-se-á as razões para o seu declínio, as ações de *turnaround* que foram implementadas e, por fim, sumarizar-se-á os fatores que apresentam um papel decisivo nos processos de *turnaround*, dando desta forma as respostas às hipóteses desenvolvidas.

4.1. Ribalde – Fábrica de Equipamentos de Movimentação de Terras e Cargas, Lda

CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA ANTES DO INÍCIO DO PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO:

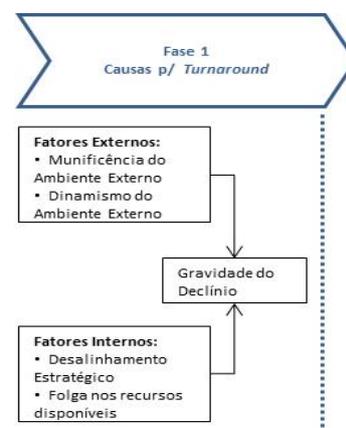
A Ribalde foi fundada no ano de 1990, com sede em Santo Tirso, opera no setor da metalomecânica e desenvolve a sua atividade no âmbito da conceção e fabrico de acessórios para máquinas de movimentação de terras e cargas.

A partir de 1995 inicia um processo de investimento que sustentará o desenvolvimento da atividade da empresa o qual lhe permite atingir, no ano de 2000, a liderança nos principais mercados onde opera: Portugal e Espanha. Simultaneamente torna-se um importante fornecedor de construção soldada de uma empresa inglesa líder mundial de retroscavadoras, a JCB *Excavators*.

Este crescimento do negócio conduz ao reequipamento da empresa, que passa pela aquisição de máquinas de corte de comando numérico e de sistemas de robotização de soldadura, assim como a ampliação das instalações com a construção de uma segunda nave industrial. Nesta altura verifica-se um forte recrutamento de recursos humanos. Este ciclo, quase ininterrupto de investimento conclui-se em meados de 2008 com a aquisição de outra nave industrial, o que permitiu à empresa ter um espaço global de 7.000 m². De acordo com o acionista que se encontra atualmente a conduzir o processo de reestruturação a empresa é, ainda hoje, o maior fabricante europeu de acessórios de máquinas de movimentação de terras e cargas, sendo também reconhecida pela

qualidade dos seus produtos, registando o seu volume de negócios uma clara tendência exportadora, mais de 70% da sua produção é destinada para mercados internacionais.

Porém, todo o crescimento e investimento resultaram, fundamentalmente, do crescimento do mercado e do acesso fácil ao financiamento ocorrido na primeira década deste milénio. Com deficiências ao nível da gestão, segundo nos foi referido na entrevista, as melhores opções estiveram ausentes do processo de decisão relativamente à gestão operacional, à decisão e oportunidade do investimento e ao modelo de financiamento adotado.



O ano de 2008, onde começa a nossa análise, culmina com a empresa a apresentar resultados líquidos negativos no montante de 241.198 euros, após uma função financeira, que se traduz em custos financeiros líquidos de cerca de um milhão de euros para um volume de faturação que não chega aos dez milhões de euros.

Apresenta-se a seguir alguns dos principais indicadores económicos e financeiros dos anos 2008 e 2009 e uma breve explicação dos fatores internos e externos que conduziram a empresa a uma situação de declínio evidente e à necessidade de implementar uma estratégia para conduzir a sua recuperação.

Quadro 5 – Ribalde, Lda – Indicadores Pré Reestruturação

Indicadores (euros)	2008	2009
Vendas	9.769.940	3.026.212
EBITDA	1.279.749	-1.065.333
Resultados Operacionais	577.091	-1.959.251
Custos Financeiros	1.015.040	743.481
Resultados Líquidos	-241.198	-2.096.983
Ativo Total	11.098.883	10.428.793
Capitais Próprios	-3.513.927	-3.337.366
Passivo Total	14.612.810	13.766.159
Estrutura Endividamento	131,7%	132,0%
Autonomia Financeira	-31,7%	-32,0%
Nº Trabalhadores	145	90
Gastos com Pessoal/Vendas	27,7%	58,1%
Altman Z' Score	0,64	-0,88

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Os indicadores apresentados revelam a situação em que a empresa se encontrava e que pode ser resumida da seguinte forma, tendo em consideração os indicadores evidenciados no quadro anterior, bem como a informação mais relevantes extraída da entrevista:

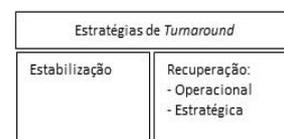
- Redução muito acentuada do volume de negócios.
- Estrutura financeira da empresa muito débil que a conduziu à contração de financiamentos e a um elevado serviço de dívida.
- Fortes constrangimentos de tesouraria, resultado das crescentes necessidades associadas ao ciclo financeiro de exploração e do serviço da dívida. À data existiam salários em atraso, dívidas à segurança social e a fornecedores que condicionavam os fornecimentos de produtos e serviços essenciais à operacionalidade da empresa.
- Atividade comercial pouco pró-ativa.
- Existência de equipamentos de elevada performance em estado ocioso.
- Deficiências ao nível do controlo de gestão.
- Gestão deficiente que penalizou a atividade operacional da empresa e concorreu para que decisões de investimento e financiamento não fossem as mais adequadas.
- Externamente a empresa começava a confrontar-se com dificuldades crescentes de acesso ao crédito bancário, culminando no esgotamento completo desta fonte de financiamento.
- O indicador de Altman Z' Score evidencia uma situação eminente de falência, também evidente nos capitais próprios negativos.

AÇÕES DE TURNAROUND ADOTADAS:

O reconhecimento da crise, por parte da estrutura acionista, deu origem à necessidade de inverter o estado das coisas, dando-se início à implementação de um conjunto de medidas conducentes à reestruturação financeira, à racionalização e optimização da operacionalidade da empresa, estratégia mais orientada para a eficiência/operacional, uma vez que do ponto de vista dos investimentos a empresa estava bem apetrechada.

Identificam-se a seguir algumas das medidas que foram implementadas, no âmbito do processo de *turnaround* adotado, de forma a assegurar a sobrevivência da empresa no curto prazo e estabilizar a situação económica e financeira da empresa:

- Alteração da gestão.
- Pagamento dos salários em atraso.
- Regularização da situação contributiva da empresa com a Segurança Social, através de um procedimento extrajudicial de regularização de dívidas em regime de prestações.
- Estabilização das relações com fornecedores estratégicos, através da regularização de uma parte substantiva da dívida e garantir o cumprimento de prazos de entrega.
- Consolidação do endividamento bancário, remetendo o respetivo pagamento para o âmbito de acordos de médio e longo prazo.
- Limitação e controlo de custos operacionais, por força da implementação de práticas racionais e rigorosas no relacionamento com fornecedores e por força de controlo das diversas rubricas de custos operacionais.
- Com base na capacidade industrial existente, no reconhecimento da qualidade dos produtos da empresa e da competitividade dos preços, procedeu-se à reorientação comercial estratégica, afirmando a empresa em mercados dos quais estava praticamente ausente, designadamente Francês, Holandês, Dinamarquês e Russo.
- Reforço da participação dos acionistas no aumento de capital, através da conversão de prestações suplementares em capital social.
- Alargamento do quadro acionista a outros investidores, nomeadamente um acionista institucional que assegurou um reforço dos capitais permanentes.
- Ajustamento dos recursos humanos que implicou a rescisão de contratos de trabalho, por mútuo acordo com direito a indemnizações.
- Restabelecimento do fundo de maneo da empresa.



CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA APÓS INÍCIO DA REESTRUTURAÇÃO

A seguir apresentam-se os resultados dos indicadores para os anos subsequentes ao início da reestruturação:

Quadro 6 - Ribalde, Lda – Indicadores Pós Início Reestruturação

Indicadores (euros)	2010	2011	2012	2013
Vendas	3.848.813	4.577.647	3.686.456	3.060.370
EBITDA	-63.286	174.437	-5.286	335.240
Resultados Operacionais	-598.815	-178.408	-159.150	179.318
Custos Financeiros	424.314	310.151	273.293	144.902
Resultados Líquidos	-794.842	-393.212	-332.692	68.479
Ativo Total	10.382.129	14.290.189	13.834.125	13.814.652
Capitais Próprios	-2.732.207	437.321	106.573	115.750
Passivo Total	13.114.336	13.852.869	13.727.552	13.698.902
Estrutura Endividamento	126,3%	96,9%	99,2%	99,2%
Autonomia Financeira	-26,3%	3,1%	0,8%	0,8%
Nº Trabalhadores	77	85	64	38
Gastos com Pessoal/Vendas	36,3%	33,2%	33,1%	27,8%

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Podemos constatar que os indicadores de performance registam uma melhoria ao longo dos quatro anos, em particular:

- Ao nível económico (EBITDA), apesar do volume de negócios ter decaído vindo a estabilizar-se em pouco mais de três milhões de euros anuais. Face a esta situação a estrutura de custos operacionais foi-se compatibilizando, por força de um grande controlo nestas rúbricas, o que permitiu à empresa apresentar um EBITDA, Resultados Operacionais e Resultados Líquidos positivos em 2013.
- Resultado do esforço de consolidação financeira, constata-se uma redução acentuada dos custos financeiros ao longo do período, o qual regista uma redução mais que proporcional quando comparada com a redução do nível total de endividamento.
- Melhoria da rentabilidade e produtividade global da empresa, resultado da conjugação dos dois fatores anteriormente referidos, bem como pelo *downsizing* efetuado nos recursos humanos.

- De acordo com dados extraídos da entrevista a eficiência alcançada advém também da opção de aumentar a subcontratação que em termos de custos é mais compensadora, considerando o nível salarial praticado na empresa.

Ao nível das hipóteses de investigação, procedemos de seguida à sua validação decorrente da abordagem quantitativa:

Quadro 7 – Ribalde, Lda - Validação das Hipóteses de Investigação – Abordagem Quantitativa

HIPOTESES	2008	2009	2010	2011	2012	2013	VALIDAÇÃO
Dimensão							
H1. Total Ativos Tangíveis	7.895.036	7.111.040	6.898.548	7.943.425	7.793.557	7.727.813	-
Grau de Gravidade do Declínio							
H2. Z' Score	0,64	-0,88	-0,44	-0,14	-0,25	-0,21	✓
Estrutura de Capitais							
H3. Passivo Total/Ativos Totais	131,7%	132,0%	126,3%	96,9%	99,2%	99,2%	✓
H4. Capital Próprio	-3.513.927	-3.337.366	-2.732.207	437.321	106.573	115.750	✓
Var. Capital Próprio	-	-	18,13%	116,01%	-75,63%	8,61%	
Saúde Financeira de Curto Prazo							
H5. EBITDA/Custos Financeiros	126,1%	-143,3%	-14,9%	56,2%	-1,9%	231,4%	✓
Saúde Financeira de Longo Prazo							
H6. ((Resultados Líquidos + Depreciações) - NFM)/Passivo	24,7%	-7,0%	1,6%	7,3%	14,8%	-4,4%	-
Rendibilidade e Eficiência							
H7. RL/Vendas	-2,5%	-69,3%	-20,7%	-8,6%	-9,0%	2,2%	✓
H8. EBITDA/Vendas	13,1%	-35,2%	-1,6%	3,8%	-0,1%	11,0%	✓
Investimentos / Desinvestimentos							
H9. (Ativos Tangíveis - Empréstimos com Garantia)/Ativos Tangíveis	92,8%	4,9%	2,0%	22,3%	18,9%	17,9%	✓
H10. Ativos Tangíveis (ano n) - Ativos Tangíveis (n-1) / Ativos Tangíveis (n-1)	N.A.	-9,9%	-3,0%	15,1%	-1,9%	-0,8%	-
Capacidade Gestão							
H11. ROE (RL/CP)	N.A.	N.A.	N.A.	-89,9%	-312,2%	59,2%	✓

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Ao nível quantitativo, e conforme decorre do quadro 7, verificamos que a quase totalidade das hipóteses se confirmam. Conjugando estes resultados com as informações retiradas da entrevista efetuada (cujo resumo consta do anexo II) podemos confirmar as hipóteses constantes no quadro abaixo:

Quadro 8 – Ribalde, Lda - Validação Final das Hipóteses de Investigação

HIPOTEESES	VALIDAÇÃO		
	INDICADORES	ENTREVISTA	FINAL
Dimensão			
H1. Total Ativos Tangíveis	-	-	-
Grau de Gravidade do Declínio			
H2. Z' Score	✓	✓	✓
Estrutura de Capitais			
H3. Passivo Total/Ativos Totais	✓	✓	✓
H4. Capital Próprio Var. Capital Próprio	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Curto Prazo			
H5. EBITDA/Custos Financeiros	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Longo Prazo			
H6. ((Resultados Líquidos + Depreciações) - NFM)/Passivo	-	-	-
Rendibilidade e Eficiência			
H7. RL/Vendas	✓	✓	✓
H8. EBITDA/Vendas	✓	✓	✓
Investimentos / Desinvestimentos			
H9. (Ativos Tangíveis - Empréstimos com Garantia)/Ativos Tangíveis	✓	-	-
H10. Ativos Tangíveis (ano n) - Ativos Tangíveis (n-1) / Ativos Tangíveis (n-1)	-	-	-
Capacidade Gestão			
H11. ROE (RL/CP)	✓	✓	✓

Fonte: Elaborado pela própria

4.2. Pizarro, SA

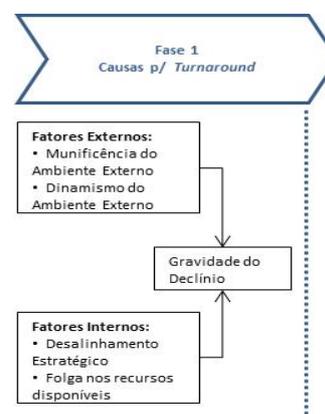
CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA ANTES DO INÍCIO DO PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO:

A Pizarro, SA é uma empresa de natureza familiar no que respeita à titularidade do capital e, no essencial, também à gestão. Antes do início da reestruturação tinha como acionistas um casal e os seus três filhos e funcionava numa lógica de Grupo constituído por quatro empresas. Teve a sua génese em 1983, através da constituição de uma pequena unidade especializada em trabalhos de confeção têxtil e de acabamentos – a Lavandaria Pizarro (promovia a alteração da propriedade de tecidos e malhas das peças de vestuário já confeccionadas). Desde então apresentou um processo de crescimento muito acentuado, através da diversificação de atividades e do aumento significativo da sua dimensão, mantendo o *core* centrado no negócio têxtil, particularmente nas áreas de tinturaria e acabamento de peças confeccionadas.

Em 1998 foi constituída a Tinturaria Pizarro, prestando serviços na área do branqueamento e tingimento de artigos em peça de malha e tecido. No mesmo ano foi constituída a Pizarro Industria de Acabamentos de Peças de Vestuário Confeccionado (preparação das peças para os pontos de venda, prontas para chegar ao consumidor final). Num processo de crescimento a empresa tentou a sua internacionalização, através de investimentos no Brasil, situação que levou a um crescente endividamento do Grupo no seu conjunto, e que mais tarde vieram a contribuir fortemente para o declínio da empresa.

Com efeito, no ano de 2008 as empresas viram a sua atividade fortemente condicionada pela envolvente económica e financeira, pelo que apresentaram resultados líquidos negativos de montante elevado, essencialmente devido aos seguintes fatores:

- Deterioração da rentabilidade operacional decorrente do crescimento dos custos variáveis, em especial da componente energética e de matérias-primas que a empresa não conseguiu fazer repercutir nos clientes pelo facto de celebrar contratos a mais de um ano.



- Custos financeiros elevados consequência do nível de endividamento excessivo, em particular o passivo corrente (curto prazo) e por consequência a reduzida solidez financeira traduzida pela insuficiência de capitais próprios.
- Retração das instituições financeiras que na altura mostraram dificuldades em aumentar o seu grau de exposição na Pizarro, SA contribuindo para a deterioração da tesouraria das empresas.
- Do ponto de vista financeiro, os elementos agregados do Balanço atestam, como já referido, uma clara insuficiência de capitais próprios e uma desadequada forma de financiamento em termos de permanência do capital alheio na empresa.
- O indicador de Altman Z' Score apesar de não se apresentar negativo, apresenta um valor abaixo do considerado pelo autor (<1,23).

Os aspetos atrás referidos estão refletidos, de forma resumida nos indicadores apresentados no quadro abaixo.

Quadro 9 – Pizarro, SA – Indicadores Pré Reestruturação

Indicadores (euros)	2008	2009
Vendas	17.999.192	16.936.193
EBITDA	4.090.448	2.362.758
Resultados Operacionais	469.908	496.044
Custos Financeiros	2.050.399	1.769.661
Resultados Líquidos	-1.460.035	-874.534
Ativo Total	32.533.343	51.921.422
Capitais Próprios	1.376.981	1.655.456
Passivo Total	31.156.362	50.265.965
Estrutura Endividamento	95,8%	96,8%
Autonomia Financeira	4,2%	3,2%
Nº Trabalhadores	901	895
Gastos com Pessoal/Vendas	29,3%	50,3%
Altman Z' Score	0,85	0,59

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

AÇÕES DE *TURNAROUND* ADOTADAS:

Face ao estrangulamento financeiro e à deterioração da margem comercial, os acionistas da empresa encetaram um processo de reorganização de toda a estrutura do Grupo, iniciado em 2009, bem como lançaram as bases para o reforço dos capitais próprios e regularização e consolidação da dívida com os principais credores bancários e entidades públicas, a saber:

- Fusão das quatro empresas do Grupo que atuavam na área têxtil, passando a existir somente uma única entidade jurídica, o que permitiu reduzir os custos de estrutura, sem afetar a função operacional uma vez que todas as unidades funcionavam no mesmo espaço físico.
- Regularização de situações de incumprimento das empresas para com os credores públicos, nomeadamente Segurança Social, através de um Procedimento Extrajudicial de Conciliação.
- Consolidação das dívidas de curto prazo com outros credores no âmbito do mesmo procedimento.
- O mesmo relativamente aos créditos bancários, incluindo os relativos ao contrato de *leasing* das instalações, solução que contribuiu para suavizar a pressão sobre a tesouraria da empresa.
- Reforço dos capitais próprios, através do aumento das participações por parte dos acionistas família e entrada de novo acionista, de natureza institucional, que asseguraram um reforço dos capitais próprios/permanentes da sociedade.



CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA APÓS INÍCIO DA REESTRUTURAÇÃO

As iniciativas atrás referidas tiveram como foco prioritário a negociação com os principais credores, Fornecedores, Banca e Entidades Públicas, em particular a Segurança Social. Acresce a esta situação, os maus resultados do investimento do Brasil, que acabaram por reflectir-se na sociedade mãe, cujos encargos associados vieram complicar uma situação já de si complexa.

Os indicadores de performance da Pizarro, SA nos anos que se seguiram ao início da reestruturação estão refletidos no quadro que se segue:

Quadro 10 – Pizarro, SA – Indicadores Pós Início da Reestruturação

Indicadores (euros)	2010	2011	2012	2013
Vendas	18.017.823	16.547.239	17.099.037	17.956.529
EBITDA	3.150.688	1.653.636	3.184.593	4.321.840
Resultados Operacionais	1.122.260	-357.212	1.110.858	2.253.855
Custos Financeiros	855.817	1.535.273	880.258	1.311.935
Resultados Líquidos	-677.529	-1.863.659	170.628	997.713
Ativo Total	50.340.677	47.046.833	46.001.358	47.664.991
Capitais Próprios	1.268.977	194.239	366.043	2.609.271
Passivo Total	49.071.701	46.852.594	45.635.315	45.055.720
Estrutura Endividamento	97,5%	99,6%	99,2%	94,5%
Autonomia Financeira	2,5%	0,4%	0,8%	5,5%
Nº Trabalhadores	728	646	605	562
Gastos com Pessoal/Vendas	49,9%	48,3%	43,3%	36,6%

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Podemos constatar que:

- No último ano da nossa análise, e do ponto de vista económico, a empresa apresenta uma margem operacional (EBITDA) superior aos quatro milhões de euros, para um volume de vendas semelhante ao registado em anos anteriores, o que reflete o esforço colocado na forte contenção de custos.
- É igualmente evidente o esforço para a redução do Passivo, o que reflete a capacidade da empresa em cumprir com os seus encargos e ressarcir os seus credores, que se revelaram de extrema importância no processo de recuperação da empresa.
- A produtividade global da empresa evoluiu de forma positiva, evidenciando uma maior eficiência dos seus ativos e dos recursos humanos, que sofreram uma forte redução ao longo do período em análise. Os gastos com pessoal assumiram sempre um peso excessivo na estrutura de custos, quer pelo número de trabalhadores, quer pelas remunerações auferidas, sendo que o *downzing* nesta rubrica apresentou-se como uma prioridade no processo de reestruturação. A

expectativa da empresa é que no final do exercício de 2014 a estrutura ótima de recursos humanos esteja alcançada com pouco mais do que 400 trabalhadores, segundo nos foi transmitido na entrevista realizada.

No que concerne às hipóteses de investigação, iremos apresentar de seguida a sua validação, decorrente da abordagem quantitativa.

Quadro 11 – Pizarro, SA – Validação das Hipóteses de Investigação – Abordagem Quantitativa

HIPOTHESES	2008	2009	2010	2011	2012	2013	VALIDAÇÃO
Dimensão							
H1. Total Ativos Tangíveis	15.324.734	24.337.598	25.031.878	23.784.038	22.409.613	28.864.560	✓
Grau de Gravidade do Declínio							
H2. Z' Score	0,85	0,97	0,97	1,00	0,99	0,95	✓
Estrutura de Capitais							
H3. Passivo Total/Ativos Totais	95,8%	96,8%	97,5%	99,6%	99,2%	94,5%	✓
H4. Capital Próprio	1.376.981	1.655.456	1.268.977	194.239	366.043	2.609.271	✓
Var. Capital Próprio	-	20,2%	-23,3%	-84,7%	88,4%	612,8%	
Saúde Financeira de Curto Prazo							
H5. EBITDA/Custos Financeiros	199,5%	133,5%	368,1%	107,7%	361,8%	329,4%	✓
Saúde Financeira de Longo Prazo							
H6. ((Resultados Líquidos + Depreciações) - NFM)/Passivo	-20,6%	-16,4%	-7,3%	2,0%	9,5%	8,7%	✓
Rendibilidade e Eficiência							
H7. RL/Vendas	-8,1%	-5,2%	-3,8%	-11,3%	1,0%	5,6%	✓
H8. EBITDA/Vendas	22,7%	14,0%	17,5%	10,0%	18,6%	24,1%	✓
Investimentos / Desinvestimentos							
H9. (Ativos Tangíveis - Empréstimos com Garantia)/Ativos Tangíveis	76,7%	80,8%	-2,7%	-5,5%	-6,9%	18,5%	✓
H10. Ativos Tangíveis (ano n) - Ativos Tangíveis (n-1) / Ativos Tangíveis (n-1)	-	58,8%	2,9%	-5,0%	-5,8%	28,8%	✓
Capacidade Gestão							
H11. ROE (RL/CP)	-106,0%	-52,8%	-53,4%	-959,5%	46,6%	38,2%	✓

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Ao nível da abordagem quantitativa, conforme decorre do quadro anterior verificamos que a globalidade das hipóteses se confirma.

A seguir, apresentamos os resultados da conjugação da informação do quadro anterior com as respostas obtidas na entrevista efetuada, por forma a aferirmos globalmente quais os determinantes mais relevantes do processo de recuperação da Pizarro, SA.

Quadro 12 – Pizarro, SA – Validação Final das Hipóteses de Investigação

HIPOTHESES	VALIDAÇÃO		
	INDICADORES	ENTREVISTA	FINAL
Dimensão			
H1. Total Ativos Tangíveis	✓	-	-
Grau de Gravidade do Declínio			
H2. Z' Score	✓	✓	✓
Estrutura de Capitais			
H3. Passivo Total/Ativos Totais	✓	✓	✓
H4. Capital Próprio Var. Capital Próprio	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Curto Prazo			
H5. EBITDA/Custos Financeiros	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Longo Prazo			
H6. ((Resultados Líquidos + Depreciações) - NFM)/Passivo	✓	✓	✓
Rendibilidade e Eficiência			
H7. RL/Vendas	✓	✓	✓
H8. EBITDA/Vendas	✓	✓	✓
Investimentos / Desinvestimentos			
H9. (Ativos Tangíveis - Empréstimos com Garantia)/Ativos Tangíveis	✓	✓	✓
H10. Ativos Tangíveis (ano n) - Ativos Tangíveis (n-1) / Ativos Tangíveis (n-1)	✓	-	-
Capacidade Gestão			
H11. ROE (RL/CP)	✓	✓	✓

Fonte: Elaborado pela própria

Conjugando as duas perspetivas de análise verificamos que apenas a Dimensão, medida pelos ativos tangíveis, e o *Downsizing* medido pela redução de ativos não é validada na entrevista (cujo resumo consta do anexo II). De uma forma geral os ativos tangíveis da Pizarro, SA não estão livres de ónus.

4.3. Coelima – Indústrias Têxteis, SA

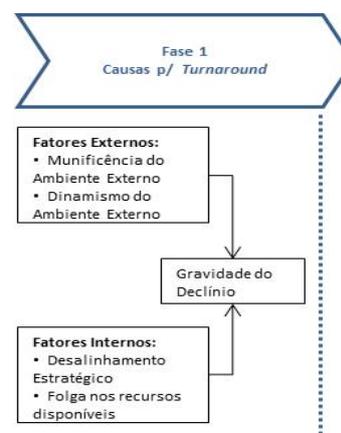
CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA ANTES DO INÍCIO DO PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO:

A Coelima, SA dedica-se à produção e comercialização de têxteis para o lar, tendo sido fundada em 1922. Localiza-se no concelho de Guimarães e emprega atualmente 405 trabalhadores. A empresa destina à exportação cerca de 80% das suas vendas, em particular para os mercados europeus (Reino Unido e França) e Estados Unidos.

Esta empresa tem um longo historial em processos de reestruturação que se irá resumir de seguida, no entanto, o alvo de análise e conclusões será a reestruturação que está ainda em curso, iniciada em 2010/2011, e que resulta de uma estratégia global para o subsector do têxtil lar protagonizado pela ECS Capital com o apoio do Estado Português.

Nos anos oitenta a Coelima, SA acumulou uma série de exercícios com explorações deficitárias que conduziram a uma situação de acentuado desequilíbrio financeiro, o que obrigou a recorrer, em 1991, à legislação de proteção de credores. A medida de recuperação então aprovada, com trânsito em julgado em 1992, implicou a transmissão da propriedade dos títulos representativos do seu capital social, a nomeação de uma nova administração e a aplicação de um profundo programa de reestruturação baseado numa nova visão e estratégia para o seu desenvolvimento. Das medidas implementadas há a assinalar, entre outras, a redução dos efetivos em 40% o que determinou que a empresa passasse a laborar naquela altura com cerca de mil trabalhadores.

Durante mais de dez anos, até ao ano de 2001, a empresa levou a cabo as ações previstas dentro da estratégia delineada apresentando anos de bons resultados. Porém, a partir deste ano as dificuldades associadas à liberalização do mercado têxtil, as alterações cambiais desfavoráveis e o acumular sucessivo de resultados negativos vieram trazer de novo grandes condicionantes à Coelima, SA.



A redução das vendas associada a uma estrutura de custos de exploração pouco flexível provocou um agravamento dos seus resultados operacionais, o que conjugado com os elevados encargos financeiros levou a que a empresa apresentasse resultados líquidos negativos, em 2008, em mais de catorze milhões de euros.

No encerramento das contas de 2008 e 2009 as responsabilidades da empresa por financiamentos concedidos por instituições de crédito nacionais representavam mais de 68% e 78% do passivo total, respetivamente. Na sequência da evolução dos capitais próprios, no decurso de 2008 o capital realizado foi reduzido, por redução do valor unitário de cada ação, passando para três milhões de euros.

Quadro 13 – Coelima, SA – Indicadores Pré Reestruturação

Indicadores (euros)	2008	2009	2010
Vendas	37.679.962	27.017.196	28.855.848
EBITDA	-7.214.543	4.981.790	-6.218.012
Resultados Operacionais	-7.107.920	1.688.118	-9.387.718
Custos Financeiros	9.606.353	2.841.340	1.293.254
Resultados Líquidos	-14.102.208	-781.682	-10.034.318
Ativo Total	126.071.322	119.535.140	110.181.085
Capitais Próprios	1.444.834	-5.128.205	-15.873.435
Passivo Total	124.626.488	124.663.346	126.054.520
Estrutura Endividamento	98,9%	104,3%	114,4%
Autonomia Financeira	1,1%	-4,3%	-14,4%
Nº Trabalhadores	744	635	604
Gastos com Pessoal/Vendas	31,0%	39,4%	31,5%
Altman Z' Score	0,10	0,18	-0,21

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Face à situação de estrangulamento económico e financeiro, encetou-se, mais uma vez um programa de reestruturação visando o *turnaround* da Coelima, SA. Naquela data o conjunto de medidas que se implementaram visaram essencialmente a redução de custos. Destacam-se a seguir algumas dessas medidas:

- Abandono de encomendas e/ou clientes que apresentavam margens por encomenda muito baixas. Esta medida veio a permitir reduzir

consideravelmente as vendas para o mercado dos EUA uma vez que a desvalorização permanente e sistemática do dólar provocou o esgotamento das margens nas encomendas provenientes daquele mercado.

- Encerraram a filial em Inglaterra em virtude da crise que este mercado estava a sofrer em termos de redução do consumo e de desvalorização da respetiva divisa. A existência da filial comportava um nível de custos fixos que não era possível serem cobertos pelas margens geradas.
- Reestruturaram a associada em Espanha, reduzindo o número de colaboradores e aprofundando o nível de integração dos serviços administrativos com os da casa mãe.
- Perspetivaram, naquela data, dimensionar a empresa com um efetivo de pessoas entre as 500 e 600 pessoas até final de 2012.

Paralelamente a empresa encetou medidas para reestruturar/consolidar o seu passivo, com o reforço dos capitais permanentes, e alienou ativo tangível ocioso para gerar liquidez. Destacam-se as seguintes medidas:

- Consolidou passivo bancário com carência de capital e taxas de juro favoráveis;
- Consolidou passivo resultante de pré-financiamento à exportação em dólares a taxas de juro favoráveis;
- Obteve um empréstimo, por um prazo de dez anos, com carência de capital durante 5 anos e cálculo de juros favoráveis durante 2 anos;
- Renovou os limites de financiamento à exportação;
- Alienou a um Fundo Imobiliário parte dos imóveis da empresa livre de ónus;
- Aumentou o capital por entrada de um Fundo Público.

Apesar deste esforço de recuperação a Coelima, SA em 2010 estava em risco de pedir a insolvência, como pode ser atestado pelo estado de degradação dos capitais próprios, negativos neste ano em cerca de dezasseis milhões de euros, que influenciou o valor negativo do indicador Z'Score.

No entanto, naquele ano a ECS Capital, através do Fundo de Recuperação que gere, e com o apoio do Estado Português, concertaram uma estratégia conjunta para o subsector do têxtil lar, visando a recuperação de três empresas, das principais que

atuam nesta área em Portugal (Coelima, SA, António Almeida & Filhos, SA e a José Machado de Almeida, SA) que se encontravam em sérias dificuldades e em risco de encerramento a curto prazo. Este plano de reestruturação global do subsector do têxtil lar, sob a liderança da ECS Capital, através do Fundo de Recuperação, visou potenciar sinergias em termos comerciais e operacionais que permitam sustentar estas três empresas. Para o efeito foi criada uma holding – a Moretextile SGPS, que assumiu a coordenação financeira e operacional conjunta destas três empresas, mantendo, no entanto, cada uma a respetiva natureza jurídica.

Importa perceber se estas sinergias que se criaram tiveram influência na reestruturação da Coelima, SA, uma vez que nesta data a dívida financeira da empresa cifrava-se em noventa e três milhões de euros, centrada numa única instituição financeira, sendo que este valor elevado resultava da performance negativa dos últimos anos que foi sendo coberto com o apoio da Banca.

As alavancas de intervenção propostas para a Coelima, SA foram as seguintes:

- Cessão dos créditos a desconto pelas Instituições Financeiras que participam no Fundo de Recuperação e respetiva conversão em capital ou em Suprimentos não remunerados;
- Negociação de perdões de crédito no caso de Instituições Financeiras que não participam no Fundo de Recuperação;
- Manutenção de linhas de curto prazo com o Banco mais exposto para assegurar a operação da empresa ao longo do processo de reestruturação operacional;
- Investimento na reestruturação das operações de forma a torna-la mais eficiente e competitiva no mercado internacional;
- Reforço da visão económico-financeira no processo de tomada de decisão (*cash-flow*);
- Enfoque no cliente/mercado em vez do enfoque na capacidade de produção;
- Enfoque na Rendibilidade (margens) em vez do enfoque no volume;



- Ajustamento da capacidade instalada face à dimensão efetiva do mercado e do contexto competitivo global;
- Envolvimento de todos os *stakeholders* no processo de reestruturação;
- Processo liderado por uma equipa de gestão qualificada e profissionalizada.

CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA APÓS INÍCIO DA REESTRUTURAÇÃO:

A seguir apresentam-se os resultados dos indicadores para os anos subsequentes à presente reestruturação:

Quadro 14 – Coelima, SA – Indicadores Pós Início da Reestruturação

Indicadores (euros)	2011	2012	2013
Vendas	22.007.692	20.311.242	20.468.344
EBITDA	-15.117.044	-7.649.839	-5.347.882
Resultados Operacionais	-17.205.267	-9.603.268	-7.172.354
Custos Financeiros	2.165.852	2.221.588	1.620.676
Resultados Líquidos	-19.244.082	-11.724.026	-8.695.344
Ativo Total	69.675.956	64.507.610	60.216.009
Capitais Próprios	9.363.175	-2.431.554	15.117.030
Passivo Total	60.312.781	66.939.164	45.098.978
Estrutura Endividamento	86,6%	103,8%	74,9%
Autonomia Financeira	13,4%	-3,8%	25,1%
Nº Trabalhadores	502	445	414
Gastos com Pessoal/Vendas	44,9%	32,4%	32,9%

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

De acordo com a evolução dos indicadores referenciados no quadro podemos concluir que:

- Apesar dos indicadores de resultados serem negativos, apresentam uma melhoria ao longo dos três anos analisados, o EBITDA é negativo em menos 30% face ao ano anterior. Estes factos estão em sintonia com o referido na entrevista, ou seja a reestruturação da Coelima, SA está ainda longe do seu termo, mas segue um bom rumo, sendo expectável um EBITDA positivo para o exercício económico em curso.

- Do ponto de vista patrimonial, é evidente a redução que se verificou no ativo da empresa, em resultado da alienação de ativos ociosos, que não contribuíram necessariamente para aportar liquidez à Coelima, SA porque o valor dos mesmos era residual, pela obsolescência que apresentavam.
- Por outro lado, é de relevar a redução do Passivo, que permitiu alterar a lógica da estrutura de endividamento, bem como o reforço dos Capitais Próprios, por via do reforço de Prestações Suplementares, por parte de um acionista, que permitiu que a empresa voltasse a apresentar uma Autonomia Financeira positiva.
- A Coelima tem actualmente 405 trabalhadores (setembro de 2014) refletindo-se este aspeto no peso que estes encargos assumem na estrutura de receitas.

No que diz respeito às hipóteses de investigação, procedemos de seguida à sua validação decorrente da abordagem quantitativa:

Quadro 15 – Coelima, SA – Validação das Hipóteses de Investigação – Abordagem Quantitativa

HIPÓTESES	2008	2009	2010	2011	2012	2013	VALIDAÇÃO
Dimensão							
H1. Total Ativos Tangíveis	55.706.452	59.430.753	54.738.686	34.127.982	32.365.486	30.739.384	-
Grau de Gravidade do Declínio							
H2. Z Score	0,10	0,18	-0,21	-0,73	-0,67	-0,56	✓
Estrutura de Capitais							
H3. Passivo Total/Ativos Totais	98,9%	104,3%	114,4%	86,6%	103,8%	74,9%	✓
H4. Capital Próprio	1.444.834	-5.128.205	-15.873.435	9.363.175	-2.431.554	15.117.030	✓
Var. Capital Próprio	-	-	-	-	-126,0%	521,7%	✓
Saúde Financeira de Curto Prazo							
H5. EBITDA/Custos Financeiros	-75,1%	175,3%	-480,8%	-698,0%	-344,3%	-330,0%	-
Saúde Financeira de Longo Prazo							
H6. ((Resultados Líquidos + Depreciações) - NFM)/Passivo	-12,2%	-7,3%	-16,2%	-37,8%	-24,2%	-21,2%	-
Rendibilidade e Eficiência							
H7. RL/Vendas	-37,4%	-2,9%	-34,8%	-87,4%	-57,7%	-42,5%	-
H8. EBITDA/Vendas	-18,9%	6,2%	-32,5%	-78,2%	-47,3%	-35,0%	-
Investimentos / Desinvestimentos							
H9. (Ativos Tangíveis - Empréstimos com Garantia)/Ativos Tangíveis	42,5%	21,1%	9,0%	-5,3%	-23,0%	43,4%	✓
H10. Ativos Tangíveis (ano n) - Ativos Tangíveis (n-1) / Ativos Tangíveis (n-1)	-	6,7%	-7,9%	-37,7%	-5,2%	-5,0%	-
Capacidade Gestão							
H11. ROE (RL/CP)	-	-	-	-2,1	-	-0,6	✓

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Ao nível da análise quantitativa podemos constatar que as hipóteses de investigação relacionadas com a Saúde Financeira e Rendibilidade não são validadas.

Conjugando os resultados atrás evidenciados com as informações retiradas da entrevista (cujo resumo consta do anexo II) podemos concluir pela validação final das seguintes hipóteses:

Quadro 16 – Coelima, SA – Validação Final das Hipóteses de Investigação

HIPOTHESES	VALIDAÇÃO		
	INDICADORES	ENTREVISTA	FINAL
Dimensão			
H1. Total Ativos Tangíveis	-	✓	✓
Grau de Gravidade do Declínio			
H2. Z' Score	✓	✓	✓
Estrutura de Capitais			
H3. Passivo Total/Ativos Totais	✓	✓	✓
H4. Capital Próprio			
Var. Capital Próprio	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Curto Prazo			
H5. EBITDA/Custos Financeiros	-	✓	✓
Saúde Financeira de Longo Prazo			
H6. ((Resultados Líquidos + Depreciações) - NFM)/Passivo	-	-	-
Rendibilidade e Eficiência			
H7. RL/Vendas	-	✓	✓
H8. EBITDA/Vendas	-	✓	✓
Investimentos / Desinvestimentos			
H9. (Ativos Tangíveis - Empréstimos com Garantia)/Ativos Tangíveis	✓	-	-
H10. Ativos Tangíveis (ano n) - Ativos Tangíveis (n-1) / Ativos Tangíveis (n-1)	-	-	-
Capacidade Gestão			
H11. ROE (RL/CP)	✓	✓	✓

Fonte: Elaborado pela própria

De acordo com a entrevista realizada as hipóteses Dimensão, Saúde Financeira de Curto Prazo e Rendibilidade e Eficiência foram confirmadas, tendo por base indicadores económicos do primeiro semestre de 2014. Com efeito, é esperado que para o corrente

ano a Coelima, SA venha a apresentar um EBITDA positivo, o que alterará os indicadores em causa.

4.4. Azuribérica – Têxtil, SA

CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA ANTES DO INÍCIO DO PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO:

A Azuribérica – Têxtil, SA dedica-se à confecção de vestuário exterior para homem e tem sede em Oliveira do Hospital. O processo de recuperação desta unidade industrial é diferente dos casos anteriores, uma vez que resulta da aquisição da HBC – Confeções, SA, na sequência do seu processo de insolvência e respetiva liquidação declarada no ano de 2009.

Nesta fase surge um investidor, Francisco Batista, que desenvolve a sua atividade no sector da confecção há mais de vinte anos, sendo o sócio maioritário de outra empresa sedeadada em Mangualde, a CBI – Indústria de Vestuário, SA. Este propôs-se adquirir a referida unidade industrial, através da Azuribérica, SA que à data já estava constituída, mas não tinha atividade, e assegurar a contratação de 150 postos de trabalho, grande parte dos que já eram quadros da anterior empresa.

Embora este novo projeto empresarial esteja a ser desenvolvido através da Azuribérica, SA foi a CBI – Indústria de Vestuário, SA que suportou a massa crítica necessária ao arranque do negócio, em termos comerciais, financeiros e de gestão. O interesse estratégico do investidor nesta operação foi reforçado pela necessidade de reduzir de forma substancial o seu nível elevado de subcontratação por insuficiência de capacidade produtiva instalada na CBI, SA tanto mais que nesta altura mais duas empresas da região, da área da confecção, tinham desaparecido em processos de insolvência.

O investimento inicial foi necessário para a aquisição à massa insolvente de todo o imobilizado tangível e edifício industrial. Após o processo de aquisição foi iniciada a reabilitação e adaptação das instalações e substituição do parque de máquinas que estava degradado e obsoleto do ponto de vista tecnológico. Este processo de substituição contemplou igualmente a diversificação da gama de produtos em relação aos existentes anteriormente, pelo que foi necessário adquirir novas linhas de produção.

A cobertura das necessidades de investimento e de fundo de manuseio foi assegurada pelo investidor e por um fundo publico gerido na orbita das participadas do IAPMEI, que em conjunto mobilizaram os recursos para a reativação da unidade fabril, que teve inicio em março de 2011.

As características subjacentes à recuperação desta unidade fabril apresentam-se diferentes dos casos anteriores, uma vez que a revitalização empresarial em causa surge de um processo de aquisição empresarial, na sequência de uma liquidação. Assim, não será possível apresentar elementos históricos anteriores ao início da reestruturação, apresentando-se a seguir a forma como esta empresa evoluiu em termos económicos e financeiros.

CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA APÓS INÍCIO DA REESTRUTURAÇÃO:

De acordo com os indicadores apresentados no quadro abaixo, a Azuribérica, SA tem apresentado um volume de negócios crescente e por inerência resultados que acompanham a tendência. A autonomia financeira revela o aumento gradual revelado pelos capitais próprios.

Quadro 17 – Indicadores de Atividade da Azuribérica, SA

Indicadores (euros)	2010	2011	2012	2013
Vendas	-	2.542.199	2.795.055	3.519.566
EBITDA	-3.448	-120.226	193.187	217.696
Resultados Operacionais	-3.598	-152.074	99.776	117.922
Custos Financeiros	1.153	77.860	89.626	85.132
Resultados Líquidos	-4.751	-177.904	2.288	18.446
Ativo Total	193.425	2.546.440	2.910.026	2.439.528
Capitais Próprios	45.249	217.345	219.633	238.079
Passivo Total	148.176	2.329.095	2.690.393	2.201.449
Estrutura Endividamento	76,6%	91,5%	92,5%	90,2%
Autonomia Financeira	23,4%	8,5%	7,5%	9,8%
Nº Trabalhadores	0	115	138	168
Gastos com Pessoal/Vendas	-	41,5%	46,0%	41,5%

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Apresenta-se a seguir a validação das hipóteses de investigação. Tal como já foi mencionado algumas das hipóteses não são aplicáveis a este caso, pelas circunstâncias em que se dá a recuperação desta unidade industrial que resulta de um processo de aquisição em sede de liquidação de uma outra empresa.

Quadro 18 – Azuribérica, SA – Validação das Hipóteses de Investigação – Abordagem Quantitativa

HIPÓTESES	2010	2011	2012	2013	VALIDAÇÃO
Dimensão					
H1. Total Ativos Tangíveis	0	754.528	816.017	776.247	n.a
Grau de Gravidade do Declínio					
H2. Z' Score	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Estrutura de Capitais					
H3. Passivo Total/Ativos Totais	76,6%	91,5%	92,5%	90,2%	✓
H4. Capital Próprio	45.249	217.345	219.633	238.079	✓
Var. Capital Próprio	-	380,3%	1,1%	8,4%	
Saúde Financeira de Curto Prazo					
H5. EBITDA/Custos Financeiros	-299,0%	-154,4%	215,5%	255,7%	✓
Saúde Financeira de Longo Prazo					
H6. ((Resultados Líquidos + Depreciações) - NFM)/Passivo	-85,6%	-59,3%	-46,0%	-33,6%	-
Rendibilidade e Eficiência					
H7. RL/Vendas	-	-7,0%	0,1%	0,5%	✓
H8. EBITDA/Vendas	-	-4,7%	6,9%	6,2%	✓
Investimentos / Desinvestimentos					
H9. (Ativos Tangíveis - Empréstimos com Garantia)/Ativos Tangíveis	-	-48,3%	-39,9%	8,3%	✓
H10. Ativos Tangíveis (ano n) - Ativos Tangíveis (n-1) / Ativos Tangíveis (n-1)	-	-	8,1%	-4,9%	n.a
Capacidade Gestão					
H11. ROE (RL/CP)	-10,5%	-81,9%	1,0%	7,7%	✓

Fonte: Elaborado pela própria com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados

Confirma-se a grande maioria das hipóteses de investigação aplicáveis a este caso, das quais se destaca a Saúde Financeira de Curto Prazo, a Eficiência e a Capacidade de Gestão, o que poderá indicar que casos de recuperação de empresas pela via da aquisição podem ser interessantes de replicar e apoiar.

De seguida, e à semelhança dos casos anteriores procedemos à validação final das hipóteses de investigação em resultado da triangulação dos aspetos quantitativos com as opiniões que nos foram transmitidas na entrevista realizada.

Quadro 19 – Azuribérica, SA – Validação Final das Hipóteses de Investigação

HIPÓTESES	VALIDAÇÃO		
	INDICADORES	ENTREVISTA	FINAL
Dimensão			
H1. Total Ativos Tangíveis	n.a	n.a	n.a
Grau de Gravidade do Declínio			
H2. Z' Score	n.a	n.a	n.a
Estrutura de Capitais			
H3. Passivo Total/Ativos Totais	✓	✓	✓
H4. Capital Próprio Var. Capital Próprio	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Curto Prazo			
H5. EBITDA/Custos Financeiros	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Longo Prazo			
H6. ((Resultados Líquidos + Depreciações) - NFM)/Passivo	-	-	-
Rendibilidade e Eficiência			
H7. RL/Vendas	✓	✓	✓
H8. EBITDA/Vendas	✓	✓	✓
Investimentos / Desinvestimentos			
H9. (Ativos Tangíveis - Empréstimos com Garantia)/Ativos Tangíveis	✓	-	-
H10. Ativos Tangíveis (ano n) - Ativos Tangíveis (n-1) / Ativos Tangíveis (n-1)	n.a	n.a	n.a
Capacidade Gestão			
H11. ROE (RL/CP)	✓	✓	✓

Fonte: Elaborado pela própria

Nota: n.a (não aplicável)

Decorrente dos resultados da entrevista foi possível validar todas as hipóteses, exceto a relacionada com os Ativos Livres, hipótese H9, uma vez que os equipamentos adquiridos à massa insolvente estavam obsoletos do ponto de vista tecnológico e as instalações foram reconstruídas, o que realmente foi importante neste processo foi o contexto local onde está localizada esta unidade, bem como os seus recursos humanos, aspeto considerado como da maior relevância, pelas dificuldades que se vão sentindo na contratação de pessoal especializado ao nível da confeção, nomeadamente costureiras e engenheiros têxteis.

4.5. Conclusões Globais

Com base na amostra selecionada e decorrente da validação individual das hipóteses de investigação em cada uma das empresas, compilamos no quadro abaixo as variáveis consideradas determinantes em processos de *turnaround*, aplicadas a empresas do setor industrial.

Quadro 20 – Validação Final das Hipóteses de Investigação

HIPÓTESES	Ribalde	Pizarro	Coelima	Azuribérica	VALIDAÇÃO FINAL
Dimensão	-	-	✓	n.a	-
Grau de Gravidade do Declínio	✓	✓	✓	n.a	✓
Estrutura de Capitais					
Cobertura do Capital Alheio	✓	✓	✓	✓	✓
Evolução dos Capitais Próprios	✓	✓	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Curto Prazo	✓	✓	✓	✓	✓
Saúde Financeira de Longo Prazo	-	✓	-	-	-
Rendibilidade e Eficiência					
Rendibilidade das Vendas	✓	✓	✓	✓	✓
Margem Lucro Operacional	✓	✓	✓	✓	✓
Investimentos / Desinvestimentos					
Ativos Livres	-	✓	-	-	-
Downsizing	-	-	-	n.a	-
Capacidade Gestão	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: Elaborado pela própria

De seguida iremos abordar cada uma das hipóteses, relacionando as conclusões, sempre que possível, com a revisão da literatura que elaborámos, visando conciliar o referencial teórico com as perspetivas encontradas.

Quadro 21 – Conclusões Globais

DIMENSÃO:	Em relação à Dimensão, medida pelo total dos ativos tangíveis, desenvolvemos a hipótese de que quanto maior a empresa maior a capacidade de endividamento. No entanto, a nossa hipótese foi rejeitada, o que nos leva a pensar que as empresas menores são mais propensas a ter sucesso nos processos de <i>turnaround</i> , pela rapidez na implementação de mudanças estratégicas, como foi alegado por Paint (1991).
------------------	---

GRAVIDADE DO
DECLÍNIO:



Desenvolvemos a hipótese do declínio e o potencial de *turnaround* estar negativamente relacionado por influenciar o tempo necessário para a reestruturação e poder inibir o relacionamento com os principais credores (Sudarsanam & Lai, 2001). Os modelos estruturais de recuperação referem que a extensão e a velocidade com que se iniciam respostas para promover a recuperação depende da gravidade e natureza do declínio (Barker & Duhaime, 1997, Pearce & Robbins, 1993). Nesta relação, os resultados do passado sugerem que a saúde financeira, avaliada pela gravidade do declínio, refletem a ameaça da empresa não sobreviver. Para a avaliação da situação de partida utilizou-se o indicador Z'Score de Altman que provou ser uma medida forte para avaliar a situação financeira da empresa (Abebe, 2010). De acordo com os nossos trabalhos é consensual que a gravidade de partida condiciona fortemente o desenrolar da revitalização das empresas, confirmando-se deste modo a hipótese de investigação em causa.

ESTRUTURA DE
CAPITAIS



A nossa hipótese foi corroborada, a redução da dívida envia um sinal positivo às partes interessadas. Por norma, nos casos do estudo, esta situação foi alcançada pela renegociação de dívidas existentes com os credores (Sudarsanam & Lai, 2001), em particular com a Banca, por forma a dispor de maiores períodos de carência.

Também o aumento de capital por parte dos acionistas pode potenciar um *turnaround* bem-sucedido, se isso significar que estes acreditam no potencial de recuperação.

SAÚDE FINANCEIRA
DE CURTO PRAZO



Todas as empresas do estudo deram uma grande importância à estabilidade financeira no curto prazo. No caso da nossa hipótese, pretendíamos validar a Cobertura dos Custos Financeiros pelos resultados das operações geradas pela empresa (EBITDA). Pode-se constatar em todas as situações

	uma melhoria do rácio ao longo dos anos, confirmando-se desta forma a nossa hipótese de estudo.
SAÚDE FINANCEIRA DE LONGO PRAZO	Não validamos esta hipótese, porque de acordo com os gestores que entrevistámos, este indicador a ter impacto ocorrerá após a conclusão da reestruturação.
RENDIBILIDADE E EFICIÊNCIA	Confirmou-se que as alterações na Rendibilidade das Vendas e a Margem de Lucro Operacional estão positivamente relacionadas com o potencial de <i>turnaround</i> . No caso das empresas do estudo esta importância deriva essencialmente da melhoria da eficiência, conseguida através da redução dos custos e do <i>downsizing</i> de recursos humanos. Estas medidas foram consideradas chave e desempenharam um papel crucial para o processo em curso.
INVESTIMENTOS / DESINVESTIMENTOS	Esta hipótese não foi validada, na maioria dos casos porque as empresas dispõem de poucos ativos livres de ónus, e na grande maioria a libertação de ativos não aportou liquidez à empresa pelo grau de obsolescência dos mesmos.
CAPACIDADE DE GESTÃO	Alguns pesquisadores, por exemplo Barker & Mone (1994), Bibeault (1998) e Abebe (2010), sugerem que a resposta da gestão ou a ausência dela à queda de desempenho pode exercer um papel importante no processo de recuperação, o que indica que a gestão possui grande influência na capacidade de concluir com sucesso uma reestruturação. Em todas as situações estudadas houve mudança na gestão, observando-se que esta situação era necessária para recuperar e reformular a credibilidade e reforçar as ações de resposta, tal como defende Abebe (2010).

Fonte: Elaborado pela Própria

Com o intuito de obter uma visão mais concreta sobre as ações encetadas pelas empresas da amostra que as conduziram aos resultados obtidos até ao momento, elaboramos o quadro que se apresenta a seguir, agrupando-as nas duas estratégias

defendidas por Hofer (1980), uma vez que constatamos que globalmente as empresas implementaram uma combinação de estratégias orientadas para a eficiência e empresarial orientada.

Como se poderá constatar os processos em causa mudaram em vários aspetos a configuração organizacional, através da redução de custos, alterações nos quadros de pessoal, por via da redução de efetivos, em mudanças na gestão de topo, na estratégia organizacional, através de mudanças de sistemas, processos e reposicionamento no mercado.

Quadro 22 – Opções Estratégicas Utilizadas nos processos de *Turnaround*

		Ribalde	Pizarro	Coelima	Azuribérica
Estratégia Orientada para a Eficiência	. Redução de Custos Operacionais	✓	✓	✓	
	. <i>Downsizing</i> de Efetivos	✓	✓	✓	
	. Redução de Ativos Operacionais			✓	
	. Negociação com Credores	✓	✓	✓	
	. Diminuição do Endividamento		✓	✓	
	. Aumento das Vendas				✓
	. Aumento da Rendibilidade	✓	✓		✓
	. Estabilidade da Tesouraria	✓	✓		✓
	. Injeção de Novos Capitais	✓	✓	✓	✓
	. Subcontratação	✓			✓
. Aumento da produtividade	✓	✓	✓		
Estratégia Empresarial Orientada	. Inovação do Produto	✓	✓	✓	
	. Reorientação Produto - Mercado			✓	
	. Controlo de Gestão	✓	✓	✓	✓
	. Mudança de Gestão	✓	✓	✓	✓
	. Desinvestimento em Ativos			✓	
	. Investimento em ativos		✓		
	. Melhoria dos Processos	✓	✓	✓	
	. Qualificação de Quadros	✓		✓	
	. Ligação às Universidades	✓		✓	
. Validação de Áreas Estratégicas			✓		

Fonte: Elaborado pela própria

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E PROPOSTA DE INVESTIGAÇÃO FUTURA

O presente trabalho visou concluir sobre os fatores determinantes num processo de *turnaround* empresarial que permita às empresas recuperar a sua saúde financeira na sequência de um declínio do desempenho que colocou em risco a sua sobrevivência.

Ao visualizar desta forma a recuperação das empresas há aspetos importantes a ter em conta quanto à identificação e classificação do *turnaround* de cada empresa. Desde logo o período de tempo e o ciclo de vida em que a empresa se encontra, ou seja, o período de desempenho em que se constata a deterioração da atividade (a fase de declínio) a que se segue uma potencial melhoria no desempenho (fase de recuperação) e, também, a medição do desempenho utilizando indicadores para definir a gravidade do declínio, que devem possuir a capacidade de conter todos os elementos que permitam um diagnóstico real e pormenorizado.

Entende-se assim, que antes de se dar início à reestruturação deve ser assegurado que o valor de continuidade da empresa seja substancialmente superior ao valor da sua liquidação, pelo que é preciso atuar sobre o declínio logo que sejam identificados os primeiros sinais de alerta (*early warnings*), uma vez que um substancial declínio estrutural conduz a uma crise em que a sobrevivência da empresa fica comprometida.

De acordo com o nosso estudo empírico é evidente que a gravidade do declínio desempenha um papel determinante na duração e no potencial desfecho da reestruturação e, quando em situação grave, as empresas podem não possuir os recursos, o apoio dos *stakeholders*, em particular dos acionistas e financiadores, para promover as estratégias de recuperação. Ficou claro, nas entrevistas efetuadas, que as empresas começam a discutir os seus problemas com os principais grupos de credores demasiado tarde, encontrando-se a sua situação económica e financeira num patamar muito acentuado de degradação, o que acaba por conduzir a dificuldades de mobilizar meios financeiros necessários aos processos de reestruturação.

Este aspeto condiciona igualmente a implementação de planos de reestruturação, uma vez que a demora, por parte da gestão, em reconhecer o problema e a relutância em iniciar ações de resposta, mantém as empresas financeiramente vulneráveis por um período de tempo longo, acabando por criar problemas de legitimidade a quem compete a gestão.

Assim, a discussão sobre a importância de estratégias de resposta atempadas e a contínua incorporação de fatores adicionais nos modelos teóricos, leva-nos a pensar nas vantagens de quebrar este ciclo vicioso do início tardio do processo negocial e de recuperação, em resultado do estigma que ainda subsiste em mostrar que a empresa se encontra em dificuldades e necessita de se reinventar, e sugere-nos que deve ser dada maior ênfase à capacidade das empresas anteciparem situações futuras, podendo, deste modo, adotar medidas corretivas no momento certo.

A este nível, a previsão de falências e os modelos que a sustentam são ferramentas fundamentais e de grande relevância para os gestores que procuram perceber o futuro da entidade que gerem, pelo que se afigura particularmente pertinente considerar a possibilidade de em investigação futura discutir e testar a adequabilidade dos modelos de previsão atualmente existentes à realidade do tecido empresarial português, e identificar as variáveis (rácios económicos e financeiros) que melhor distinguem as empresas nos diferentes estádios de saúde financeira.

Seria interessante desenvolver um modelo para as empresas que lhes permita de forma simples, rápida e eficaz atestar o seu desempenho e resultados, com um carácter regular, visando antecipar o foco dos seus problemas. Com o objetivo de acrescentar valor ao modelo, o mesmo deveria apontar, com base nos resultados obtidos, as melhores soluções estratégicas, utilizando-se para o efeito a abordagem baseada nos recursos, já que a interação entre os recursos sustentáveis da organização e a flexibilidade para os explorar poderá contribuir para antecipar a necessidade de *turnaround* e permitir maior grau de sucesso nestes processos.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abebe, M. A. (2010). Top team composition and corporate turnaround under environmental stability and turbulence. *Leadership & Organization Development Journal*, 31, 196–212.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios Discriminant Analysis. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Altman, E. I. (2000). Predicting Financial Distress of Companies - Revisiting the Z-Score and ZETA Models. *Adapted Paper*, (July).
- Arogyaswamy, Kamala, Vincent L. Barker III, and M. Y.-A. (1995). Firm Turnarounds: An Integrative Two-Stage Model. *Journal of Management Studies*, 32:4, 493–525.
- Balgobin, R., & Pandit, N. (2001). Stages in the Turnaround Process : The Case of IBM UK. *European Management Journal*, 19(3), 301–316.
- Barker, V. L. (2005). Traps in diagnosing organization failure. *Journal of Business Strategy*, 26(2), 44–50. doi:10.1108/02756660510586337
- Barker, V. L., & Duhaime, I. M. (1997). Strategic change in the turnaround process: theory and empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 18(1), 13–38.
- Barker, V. L., & Mone, M. A. (1994). RETRENCHMENT : CAUSE OF TURNAROUND OR CONSEQUENCE OF DECLINE ? *Strategic Management Journal*, 15, 395–405.
- Bibeault, D. (1998). *Corporate turnaround: How managers turn losers into winners* (2 Edition.). Beard Books.
- Bryman, A. (2006). Integrating quantitative and qualitative research: how is it done? *Qualitative Research*, 6(1), 97–113. doi:10.1177/1468794106058877
- Castrogiovanni, G. J., Justis, R. T., & Julian, S. D. (1993). Franchise failure rates: an assessment of magnitude and influencing factors. *Journal of Business Management*, 31(2), 105–114.
- Chowdhury, S. D. (2002). Turnarounds: A Stage Theory Perspective. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 19(3), 249–266. doi:10.1111/j.1936-4490.2002.tb00271.x
- Chowdhury, S. D., & Lang, J. R. (1996). Turnaround in small firms: An assessment of efficiency strategies. *Journal of Business Research*, 36(2), 169–178. doi:10.1016/0148-2963(95)00119-0
- Cox, J. W., & Hassard, J. (2005). Triangulation in Organizational Research: a Representation. *Organization*, 12(1), 109–133.

- D'Aveni, R. A. (1989). The aftermath of organizational decline: a longitudinal study of the strategic and managerial characteristics of declining firms. *Academy of Management Journal*, 32(3), 577–608.
- Deakin, E. B. (1972). A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure. *Journal of Accounting Research*, Spring, 167–179.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *The Academy of Management Review*, 14(4), 532. doi:10.2307/258557
- Flick, U., Kardoff, E. von, & Steinke, I. (2004). Triangulation in Qualitative Research. In *A Companion to Qualitative Research* (1st ed., pp. 178–183). SAGE Publications Ltd.
- Francis, J. D., & Desai, A. B. (2005). Situational and organisational determinants of turnaround. *Management Decision*, 43(9), 1203–1224.
- Hofer, C. W. (1980). Turnaround strategies. *Journal of Business Strategy*, 19–31.
- Hoffman, R. (1989). Strategies for corporate turnarounds: what do we know about them? *Journal of General Management*, 14(3), 46–66.
- Kazozcu, S. B. (2011). Role of strategic flexibility in the choice of turnaround strategies: A resource based approach. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 24, 444–459. doi:10.1016/j.sbspro.2011.09.039
- Keasey, K., & Watson, R. (1991). Financial distress prediction models: a review of their usefulness. *British Journal Management*, 2, 89–102.
- Khandwalla, P. N. (1992). *Innovative corporate turnarounds* (p. 279). New Delhi: SAGE Publications Ltd.
- Lepak, D. P., Smith, K. E. N. G., & Taylor, M. S. (2007). INTRODUCTION TO SPECIAL TOPIC FORUM VALUE CREATION AND VALUE CAPTURE : A MULTILEVEL PERSPECTIVE. *Academy of Management Review*, 32(1), 180–194.
- Liao, J. (2004). Entrepreneurial failures: key challenges and future directions. In *Entrepreneurship: the way ahead* (pp. 133–150). New York: Routledge.
- Lin & Lee and Gibbs. (2008). Operational Restructuring : Reviving an Ailing Business. *Manegement Decision*, Volume 46,(Number 4).
- Lohrke, F. T., Bedeian, A. G., & Palmer, T. B. (2004). The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: a review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 5-6(2), 63–90. doi:10.1111/j.1460-8545.2004.00097.x
- Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratio and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109–131.

- Paint, L. W. (1991). An investigation of industry and firm structural characteristics in corporate turnarounds. *Journal of Management Studies*, 28(6), 623–643.
- Pandit, N. R. (2000). Research on Corporate Turnaround. *Management*, 3(2), 31–56.
- Patton, M. Q. (2003). Qualitative evaluation checklist. Retrieved from http://www.wmich.edu/evalctr/archive_checklists/qec.pdf
- Pearce, J. A., & Robbins, K. (1993). Toward improved theory and Research on Business Turnaround. *Journal of Management*, 19(3), 613–636.
- Probst, G., & Raisch, S. (2005). Organizational crisis : The logic of failure. *Academy of Management Executive*, 19(1), 90–105.
- Robbins, D. K., & Pearce, J. a. (1992). Turnaround: Retrenchment and recovery. *Strategic Management Journal*, 13(4), 287–309. doi:10.1002/smj.4250130404
- Schendel, D. & G. R. P. & J. R. 1976. (1976). Corporate Turnaround Strategies: A Study of Profit Decline and Recovery. *Journal of General Management*, 3–11.
- Shepherd, D. A. (2003). Learning from business failure: propositions of grief recovery for the self-employed, 28, 318–328.
- Singh, N. (2011). INDUSTRIAL SICKNESS : CAUSES & REMEDIES. *Annals of Management Research*, 1(2), 14–29.
- Slatter, S., Lovett, D., & Barlow, L. (2006). *Leading Corporate Turnaround: How Leaders Fix Troubled Companies* (p. 248). John Wiley & Sons, Ltd.
- Smith, M., & Graves, C. (2005). Corporate turnaround and financial distress. *Managerial Auditing Journal*, 2, 304–320.
- Stake, R. E. (2006). *Multiple case study analysis*. New York: Guilford Press.
- Stewart, a., & Hitt, M. a. (2011). Why Can't a Family Business Be More Like a Nonfamily Business?: Modes of Professionalization in Family Firms. *Family Business Review*, 25(1), 58–86. doi:10.1177/0894486511421665
- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12(3), 183–199.
- Yin, R. K. (2009). *Case Study: Research Design and Methods* (4th Ed.). Sage Publications, Inc.
- Zeni, S. B. M., & Ameer, R. (2010). Turnaround prediction of distressed companies: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 8(2), 143–159.
- Zimmerman, F. M. (2002). The Turnaround Experience. Retrieved January 06, 2014, from http://www.turnaround-sa.com/pdf/the_turnaround_experience.pdf

ANEXOS

Anexo I – Entrevista Semiestruturada

A opção pela realização de entrevista de carácter semiestruturada aos dirigentes das empresas da amostra, no âmbito dos estudos de caso, justifica-se pelo facto de pretendermos analisar de forma aprofundada determinadas temáticas, e como as mesmas são perspetivadas pelos dirigentes, sem lhes impor uma estrutura rígida de questões, mas orientando-os para os objetivos da investigação a desenvolver.

Isto é, se por um lado, o guião da entrevista foi elaborado de modo a servir de orientador básico à abordagem das temáticas, ainda que a ordem da formulação das questões não seja imperativa, mas flexível, sendo colocadas de acordo com a orientação das respostas dadas pelos entrevistados, por outro permite contornar algumas ambiguidades que poderiam surgir se optássemos por uma análise meramente quantitativa, dada a ausência de um quadro de referência que pode ser fornecido por via da entrevista.

BASE PARA A ENTREVISTA SEMIESTRUTURADA COM OS DIRIGENTES

Enquadramento comunicado ao entrevistado antes da entrevista:

- A entrevista pretende levantar dados sobre o ponto de partida de cada uma das empresas para a reestruturação, a forma como foi implementada, as acções e estratégias implementadas e o ponto de situação atual.
- Caso o entrevistado não queira responder a alguma questão, o entrevistador entenderá e respeitará tal decisão.
- O objetivo do trabalho não é julgar as formas de administração, mas sim perceber como as temáticas subjacentes à reestruturação e recuperação das empresas são perspetivadas pelos dirigentes.
- Toda a informação produzida resultante da entrevista ou da documentação analisada será previamente validada pelo entrevistado.

I. Descrição da Empresa e seu Historial

Nome Empresa:

Morada:

Nome do Entrevistado:

Função do Entrevistado:

Número de trabalhadores:

1. Em primeiro lugar, gostaria que me fizesse uma breve descrição do historial da Empresa e do seu processo de desenvolvimento (fundadores, direcção actual, dimensão, atividade principal, produtos e mercados alvo).
2. Quais as razões que aponta, externas e internas à organização, como tendo dado origem ao declínio da empresa a ponto de ser necessário encetar uma reestruturação? Como percebe a gravidade do declínio em que a empresa se encontrava então?

II. Descrição do Processo de Reestruturação - Estratégias

3. Quais foram as primeiras ações tomadas para travar o declínio da empresa (ao nível dos custos, dos recursos humanos, de decisões financeira e outras)?
4. Pode, de forma resumida, descrever a estratégia implementada para a reestruturação da empresa?
5. Face ao referido na questão anterior considera que a estratégia de recuperação teve um carácter Operacional/Eficiência, criado através da redução de custos e de ativos, ou um carácter mais Empresarial baseado na inovação, reconfiguração de ativos e reposicionamento no mercado, ou um misto de ambos?

III. Determinantes no Processo de Reestruturação

6. O grau de gravidade do declínio em que a empresa se encontrava quando iniciaram a reestruturação afeta/afetou negativamente o processo de reestruturação? E em que medida?
7. Do ponto de vista económico como controlaram a estrutura de custos? Conseguiram melhorar margens? Estas duas situações estão positivamente relacionadas com os objetivos alcançados?
8. Considera que a dimensão da empresa, no caso medida pelos seus ativos tangíveis, está positivamente relacionada com os objetivos alcançados até agora no processo de recuperação? Se sim porquê? Se não porquê?
9. Houve necessidade de promover algum desinvestimento em ativos livres ou ociosos para obter liquidez? Se sim, considera que este aspeto contribuiu como uma fonte de financiamento e por inerência positivamente relacionado com o processo de recuperação?
10. A reorganização da estrutura de capital da empresa foi um passo essencial no processo de reestruturação? Em que medida os *stakeholders* envolvidos (Acionistas, Banca, Fornecedores e Trabalhadores) contribuíram para esta situação?
11. Como qualifica a saúde financeira de curto e longo prazo da empresa no início da reestruturação e atualmente? As alterações verificadas estão positivamente relacionadas com os objetivos atingidos?
12. Para uma recuperação bem-sucedida é fundamental uma boa equipa de gestão. Como avalia a sua capacidade de gestão no processo de *turnaround*, e globalmente de toda a equipa envolvida?
13. Considera que os objetivos de recuperação já estão alcançados? De acordo com a sua avaliação a empresa alcançou um *turnaround* de sucesso?
14. Quer indicar outros fatores/determinantes que considere terem sido cruciais no processo de reestruturação? E porquê?

Obrigada pela sua colaboração!

Outubro 2014

Anexo II – Principais Conclusões das Entrevistas

Quadro 23 – Conclusões Entrevista Ribalde, Lda (Dr. José Gameiro)

TEMA	PRINCIPAIS CONCLUSÕES	CONTEXTO
Descrição do Historial da Ribalde	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Fundadores ✓ Produtos ✓ Evolução tecnológica ✓ Mercados alvo ✓ Qualidade dos produtos ✓ Gestão atual: Dr. José Gameiro 	Descrição da Empresa e seu Historial
Razões internas e externas que deram origem ao declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Gestão danosa ✓ Vencimentos elevados ✓ Estrutura despropositada ✓ Redução drástica de encomendas por parte da JCB ✓ Endividamento elevado ✓ “Insuficiência” do <i>software</i> de gestão ✓ Demora na atuação 	Causas do declínio
Ações para travar o declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Acordos com credores ✓ Apoio de um Fundo Público ✓ Redução de custos ✓ Alteração do <i>software</i> de gestão ✓ Alteração da gestão ✓ Melhoria nos processos ✓ Relação estreita com clientes 	Estratégias
Estratégia Operacional (Eficiência) ou Empresarial Orientada	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Maior eficiência da gestão ✓ Subcontratação como solução que permitiu reduzir efetivos e aumentar a produtividade (atualmente 37 trabalhadores vs 145 em 2008) ✓ Reformular métodos de trabalho ao nível industrial ✓ Objetivo: laborar com um quadro entre os 25 e 30 trabalhadores ✓ Promover a ligação a Universidades para desenvolvimento de produtos ✓ Vontade de certificar produtos e métodos ✓ Conseguir, atualmente, colocar em lead-time 	Estratégias

	record produtos em qualquer parte da Europa (8 menos de uma semana)	
Gravidade do declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Afetou negativamente o processo de recuperação ✓ Deveria ter sido iniciado seis meses antes 	Determinantes do processo de reestruturação
Controlo sobre a estrutura de custos	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Atuar sobre os custos foi importante ✓ Preocupação com crescimento do volume porque permite baixar custo ✓ Capacidade para duplicar produção 	Determinantes do processo de reestruturação
Ativos Tangíveis (Dimensão da empresa)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Importante na medida em que é possível fomentar a procura, baixar preço, tornar mais competitivo porque existe capacidade instalada ✓ Todos os bens da empresa estão hipotecados 	Determinantes do processo de reestruturação
Desinvestimento em ativos livres	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Todos os bens da empresa estão hipotecados ✓ Possibilidade de <i>spin-off</i> de áreas de negócio lideradas por alguns trabalhadores (depois subcontratados) 	Determinantes do processo de reestruturação
Reorganização estrutura capital	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Capitais insuficientes face à dívida ✓ Sócios tiveram que injetar capital, representam 30% dos credores 	Determinantes do processo de reestruturação
Saúde financeira de curto e longo prazo	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Não há atualmente incumprimentos ✓ <i>Cash Flow</i> é positivo ✓ Em negociação um SIREVE 	Determinantes do processo de reestruturação
Equipa de gestão	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Muito importante a equipa de gestão, a inicial não foi a melhor ✓ Estar completamente “em cima do negócio” ✓ Gerir, coordenar o pessoal, aumentar a produtividade, corrigir erros de produção, bom contacto com clientes e fornecedores ✓ Atento 	Determinantes do processo de reestruturação
Objetivos da reestruturação estão alcançados?	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Não. Está longe de estar concluída ✓ Espera-se alcançar cinco milhões de euros em vendas em 2014 ✓ Expetativa de empresa altamente rentável no espaço de 3 a 5 anos 	Resultados
Outros fatores	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Gestão séria, comprometida e rigorosa 	Outros

	<ul style="list-style-type: none">✓ Controle✓ Equipas qualificadas✓ Coragem para tomar decisões✓ Disciplina	
--	--	--

Quadro 24 – Conclusões Entrevista Pizarro, SA (Dr. Ricardo Pizarro)

TEMA	PRINCIPAIS CONCLUSÕES	CONTEXTO
Descrição do Historial da Pizarro	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Empresa familiar, 33 anos de existência ✓ Processo de crescimento interessante, reinvestimento dos ganhos na empresa ✓ Exportadora para quase todos os mercados ✓ Principal cliente, grupo Inditex ✓ Direção financeira, comercial e marketing da responsabilidade da 2ª geração 	Descrição da Empresa e seu Historial
Razões internas e externas que deram origem ao declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ As equipas que acompanharam a Pizarro ao longo do seu crescimento nem sempre foram as melhores ✓ Crescimento muito grande da estrutura de custos, que se tornou insustentável ✓ Investimento no Brasil do ponto de vista estratégico correto, mas do ponto de vista da forma incorreto ✓ Investimento no Brasil correu mal teve que se abdicar dele, tendo-se perdido todo o investimento ✓ Esta situação trouxe impactos negativos graves em termos financeiros para a Pizarro ✓ Obrigou a pensar na empresa e a trabalhar a reestruturação na vertente financeira e depois económica ✓ Problemas de financiamento por parte da Banca 	Causas do declínio
Ações para travar o declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Foi necessário “olhar” o problema numa primeira fase de forma emergencial porque os problemas financeiros eram gravíssimos ✓ Nunca se colocou a hipótese da insolvência ✓ Optou-se por trabalhar com credores: negociação com a Banca muito difícil, numa conjuntura difícil, Fornecedores e Segurança Social ✓ Trabalho importante para manter a imagem da empresa, para manter a confiança dos clientes ✓ Passada a emergência financeira fez-se “um ataque cerrado” aos custos, em particular os custos com pessoal que tinham um peso 	Estratégias

	<p>excessivo</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Dispensa de trabalhadores, com acordos de rescisão ✓ A estabilização financeira e o corte nos custos assentaram em quatro pilares: diminuição do endividamento, aumento da rentabilidade e aumento das vendas e da autonomia financeira ✓ Estabilizar a Tesouraria (começaram por controlar ao dia, semana e depois mês) ✓ Introdução de ferramentas de controlo de gestão 	
Estratégia Operacional (Eficiência) ou Empresarial Orientada	<ul style="list-style-type: none"> ✓ A fase operacional terminou no final de 2011 ✓ Desde esta data a grande aposta foi centralizar as energias no aumento das vendas e na inovação do produto ✓ Dentro da família dividiu-se a atividade: o pai na área tecnológica, os filhos na área financeira (líder da reestruturação), vendas/produção e marketing, respetivamente ✓ Voltou-se em 2014 novamente à parte financeira, com parte da dívida paga, fez-se nova ronda negocial, principalmente com a Banca e Segurança Social através de um SIREVE 	Estratégias
Gravidade do declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Teve impacto negativo, devia ser iniciada mais cedo e num período mais longo 	Determinantes do processo de reestruturação
Controlo sobre a estrutura de custos	<ul style="list-style-type: none"> ✓ O problema económico da Pizarro que originou o financeiro foi ter crescido demasiado a sua estrutura sem nunca olhar para a sua base de custos ✓ Melhorias das margens, os custos acompanharam a quebra das vendas 	Determinantes do processo de reestruturação
Ativos Tangíveis (Dimensão da empresa)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Sem dúvida que a possibilidade de colaterizar financiamento foi importante ✓ Os ativos foram reavaliados através de empresas peritas, instalações e máquinas que se encontravam subavaliadas 	Determinantes do processo de reestruturação
Desinvestimento em	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Nunca foi política da empresa, até porque os 	Determinantes do processo de

ativos livres	edifícios, por exemplo, estão hipotecados	reestruturação
Reorganização estrutura capital	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Contributo de todos os <i>stakeholders</i> contribuiu positivamente para a reestruturação, principalmente da Banca ✓ Foi importante para a credibilidade da empresa a entrada de um novo acionista, Fundo Público 	Determinantes do processo de reestruturação
Saúde financeira de curto e longo prazo	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Saúde financeira é equilibrada mas ainda há, pelo menos, dois anos para concluir o cumprimento dos acordos celebrados com os credores, pelo que a pressão diária ainda é muita ✓ No início do processo havia 70% da dívida vencida e conseguiram transforma-la em dívida de longo prazo ✓ No último ano e meio a empresa pagou mais de quatro milhões de euros à Banca ✓ Atualmente é uma empresa com um passivo gerível ✓ Votaram a conseguir algum crédito de curto prazo de apoio á tesouraria ✓ Já conseguem prever com mais facilidade o próximo ano, vantagem na medida em que é possível fazer ajustamentos ✓ Controlo de gestão muito importante 	Determinantes do processo de reestruturação
Equipa de gestão	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Muito importante a equipa de gestão, mas também a informação fidedigna e em tempo real ✓ O apoio das pessoas e a distribuição de responsabilidades ✓ O IAPMEI teve um papel importante “puxou várias vezes as orelhas” ✓ Forte vontade de mudar mentalidades ✓ É atualmente uma organização voltada para o futuro ✓ Qualidade na inovação, na produção e na gestão 	Determinantes do processo de reestruturação
Objetivos da reestruturação estão alcançados	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Faltam 2 anos ✓ Depois de 2016 espera-se que o passivo não corrente esteja nos níveis considerados adequados ✓ Fortalecer os capitais próprios ✓ Melhores as condições para se financiar e 	Resultados

	autofinanciar	
Outros fatores	<ul style="list-style-type: none">✓ Paciência, perseverança✓ Melhorar o relacionamento com o Estado, em particular com a Segurança Social✓ A burocracia é um grande entrave à vida das empresas	Outros

Quadro 25 – Conclusões Entrevista Coelima, SA (Dr. Artur Soutinho)

TEMA	PRINCIPAIS CONCLUSÕES	CONTEXTO
Descrição do Historial da Coelima	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Empresa com 92 anos de existência ✓ Referência no sector têxtil-lar ✓ Referência no Estado Novo ✓ Evolução na família Coelho e Lima ✓ Empresa que foi virada para a comunidade com estrutura de apoio aos trabalhadores, apoio ao desporto, com a famosa equipa de ciclismo ✓ Passou por várias reestruturações ✓ Emoções intensas, colocadas no processo actual de reestruturação, que é muito complexo ✓ Marca “Coelima” é a mais valiosa a nível nacional 	Descrição da Empresa e seu Historial
Razões internas e externas que deram origem ao declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ A evolução da Coelima esteve associada à própria evolução do sector têxtil em Portugal e na Europa, um sector “desacompanhado” em termos estratégicos e industriais, com a descentralização para a China e Índia ✓ É um sector muito competitivo a nível Mundial ✓ Desvalorização do dólar desde o ano 2000, altura em que a empresa perde competitividade, pela relevância do mercado americano como cliente ✓ Sobredimensionada para os níveis da procura ✓ Excesso de efetivos, o fator trabalho tinha um peso excessivo ✓ Falta de decisões a nível estratégico que permitisse alterar o <i>status</i> que funcionou em décadas anteriores ✓ Graves dificuldades económicas e financeiras ✓ Peso excessivo do passivo, acumulado durante muitos anos ✓ Problemas organizacionais em termos de processos, compras, controlo de gestão, tecnologia e outros 	Causas do declínio
Ações para travar o declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Não se limitou à questão de redução de custos, apesar de obviamente terem caminhado para uma estrutura eficiente e adequada 	Estratégias

	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Foi importante validar se a empresa tinha espaço no mercado ✓ Foi necessário validar a importância do negócio em si ✓ Validar as áreas estratégicas, como por exemplo a confecção, onde a Coelima é “muito boa” ✓ Alteração de processos, a confecção, por exemplo passou a funcionar por células o que permite uma maior produtividade ✓ Controlo dos abastecimentos nas células foi alterado, para evitar paragens ✓ Melhorias na qualidade do produto e serviço ✓ Formação de novos quadros dentro da empresa “espécie de escola dentro da empresa” ✓ Entrada da ECS Capital, através da Moretextile, SGPS ✓ Melhorias económicas, aumento de margens ✓ Controlo da tesouraria ✓ Em resumo, foi necessário reorganizar, reestruturar, mudar, redefinir objetivos, mas também manter o negócio em funcionamento 	
Estratégia Operacional (Eficiência) ou Empresarial Orientada	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Um misto das duas situações ✓ Ter custos adequados, ser eficiente, mas também perceber o que diferencia a Coelima, quais os seus fatores competitivos ✓ Importante ter massa crítica, ter dimensão e aqui foi importante a estratégia conjunta para as três empresas (Coelima, José Machado de Almeida e António Almeida e Filhos) ✓ Produzir o que o mercado deseja ✓ Ter no cliente um parceiro ✓ Estar ao longo de toda a cadeia de valor no que concerne aos têxteis-lar 	Estratégias
Gravidade do declínio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Contribuiu de forma negativa. A Coelima tinha uma situação financeira complexa e exigiu uma atuação e atenção particulares ✓ O ambiente interno estava muito degradado, foi necessário reganhar a confiança das pessoas 	Determinantes do processo de reestruturação
Controlo sobre a	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ter custos adequados, ser eficiente, mas também 	Determinantes

estrutura de custos	perceber o que diferencia a Coelima, quais os seus fatores competitivos	do processo de reestruturação
Ativos Tangíveis (Dimensão da empresa)	✓ Instalações livres de ónus foram adquiridas por um Fundo Imobiliário	Determinantes do processo de reestruturação
Desinvestimento em ativos livres	✓ O ativo da Coelima é agora menor, mas este aspeto resultou da reorganização nas três empresas	Determinantes do processo de reestruturação
Reorganização estrutura capital	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Relevância de todos os <i>stakeholders</i> para o projeto ✓ A empresa estava com uma imagem muito massacrada junto da Banca, foi dado o “benefício da dúvida” ✓ Forte apoio dos acionistas, nomeadamente por parte da entidade gestora do Fundo, a ECS Capital 	Determinantes do processo de reestruturação
Saúde financeira de curto e longo prazo	<ul style="list-style-type: none"> ✓ A reestruturação financeira é complexa, porque existem custos, nomeadamente com a dívida bancária que vêm do passado que é extremamente penalizador ✓ Assim, há que isolar o negócio porque a reestruturação só terá sucesso se o negócio tiver sucesso ✓ Ainda há trabalho a fazer nesta área e o envolvimento dos acionistas é crucial ✓ É preciso, a partir de agora fazer investimentos, melhorar o parque de máquinas ✓ É também muito relevante reduzir os custos energéticos 	Determinantes do processo de reestruturação
Equipa de gestão	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Perseverança ✓ Procurou-se internamente pessoas que pudessem fazer parte do projeto de reestruturação ✓ Nunca se criou qualquer estigma relativamente às pessoas que estavam ✓ Trabalhou-se num sistema de minigrupos 	Determinantes do processo de reestruturação
Objetivos da reestruturação estão	✓ A reestruturação em termos de recursos humanos, máquinas, <i>lay-out</i> da fábrica, clientes está	Resultados

alcançados	concretizada <ul style="list-style-type: none">✓ Agora estão a investir na eficiência dos processos, industriais e administrativos, e na qualidade do serviço integrado✓ Pretendem vender um conceito✓ O sinal que se pretende dar é o da viabilidade do Grupo	
Outros fatores	<ul style="list-style-type: none">✓ A velocidade da reestruturação foi um grande entrave à mudança, resistência das pessoas✓ As diferenças culturais nas três empresas, foi difícil “trazer” as pessoas para o projeto✓ Foi necessário investir muito na credibilidade que passou por ter boa informação e bom controlo de gestão✓ Fator crítico, os concorrentes locais continuam a “olhar para a gestão” como alguém de fora do têxtil, que não sabe nada	Outros

Quadro 26 – Conclusões Entrevista Azuribérica, SA (Francisco Batista)

TEMA	PRINCIPAIS CONCLUSÕES	CONTEXTO
Descrição do surgimento da Azuribérica, SA	<ul style="list-style-type: none"> ✓ A Azuribérica, SA adquiriu uma unidade industrial (instalações e máquinas), na sequência da liquidação da empresa que detinha esta unidade industrial ✓ Trata-se da recuperação de uma unidade industrial que de outra forma iria desaparecer com as respetivas consequências ao nível do emprego e da economia local 	Descrição do surgimento da empresa
Principal motivação para aquisição da unidade industrial por parte da Azuribérica, SA	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Na região tinham encerrado mais duas empresas, com recursos humanos qualificados que valia a pena potenciar ✓ A CBI, empresa que suportou o nascimento da Azuribérica, SA necessita de subcontratar ✓ As empresas da região estão a desaparecer ✓ Estavam criadas as condições para fazer surgir uma unidade industrial de confeção com os melhores trabalhadores ✓ O melhor ativo desta empresa são os seus trabalhadores, as suas costureiras, profissão em “extinção” ✓ Dinamismo do empresário Francisco Batista 	Principais motivações
Como foi financiado o projeto	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Financiado pelo acionista maioritário, Francisco Batista, empresário do sector há mais de 20 anos ✓ E também por um Fundo Público ✓ A CBI suporta ainda alguma massa crítica em termos comerciais e de gestão 	Financiamento do projeto
Evolução do projeto	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Depois de adquirir a unidade fez-se obras profundas de recuperação e aquisição de equipamento porque o que existia estava obsoleto ✓ O grande interesse estratégico nesta operação não foram as instalações nem os equipamentos, mas sim os seus recursos humanos, dado o elevado nível de subcontratação da outra unidade, pertencente ao mesmo acionista, a CBI, e estar a desaparecer empresas da região que podiam contribuir para condicionar o regime de 	Evolução do projeto

	subcontratação	
Ativos existentes aportaram liquidez?	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Não. Os equipamentos estavam obsoletos do ponto de vista tecnológico e as instalações foram reconstruídas, o que realmente foi importante foi o enquadramento e contexto local onde está localizada esta unidade, bem como os seus recursos humanos 	Liquidez
Saúde Financeira da Azuribérica, SA	<ul style="list-style-type: none"> ✓ A empresa tem feito o seu percurso, começou a laborar em março de 2011, e tem conseguido sempre cumprir com os seus compromissos. Como foi referido a empresa teve e ainda tem a “almofada” da CBI que tem sido muito importante 	Saúde Financeira
Equipa de Gestão	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Sem dúvida importante. ✓ Estão com o empresário colaboradores vocacionados para a área financeira, que lhe ocupava grande tempo ✓ A situação atrás referida permite que possa dedicar mais tempo à sua especialidade que é a área comercial, o contacto com os clientes ✓ Importante o apoio do IAPMEI neste projeto 	Gestão
Objetivos da recuperação estão alcançados	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Serão alcançados em 2015, data em que é expectável que a Azuribérica fique totalmente independente da CBI, em termos comerciais e financeiros 	Objetivos
Outros fatores	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Faltam mais apoios à aquisição de empresas ✓ Falta de recursos humanos qualificados, nomeadamente, engenheiros especializados na indústria têxtil ✓ Custos energéticos muito elevados 	Outros

Anexo III– Fontes Fotográficas das Empresas da Amostra

Ribalde – Fábrica de Equipamentos de Movimentação de Terras e Cargas, Lda



Fonte: Ribalde, Lda



Fonte: Ribalde, Lda



Fonte: Ribalde, Lda



Fonte: Ribalde, Lda

Pizarro, SA



Fonte: Pizarro, SA



Fonte: Pizarro, SA

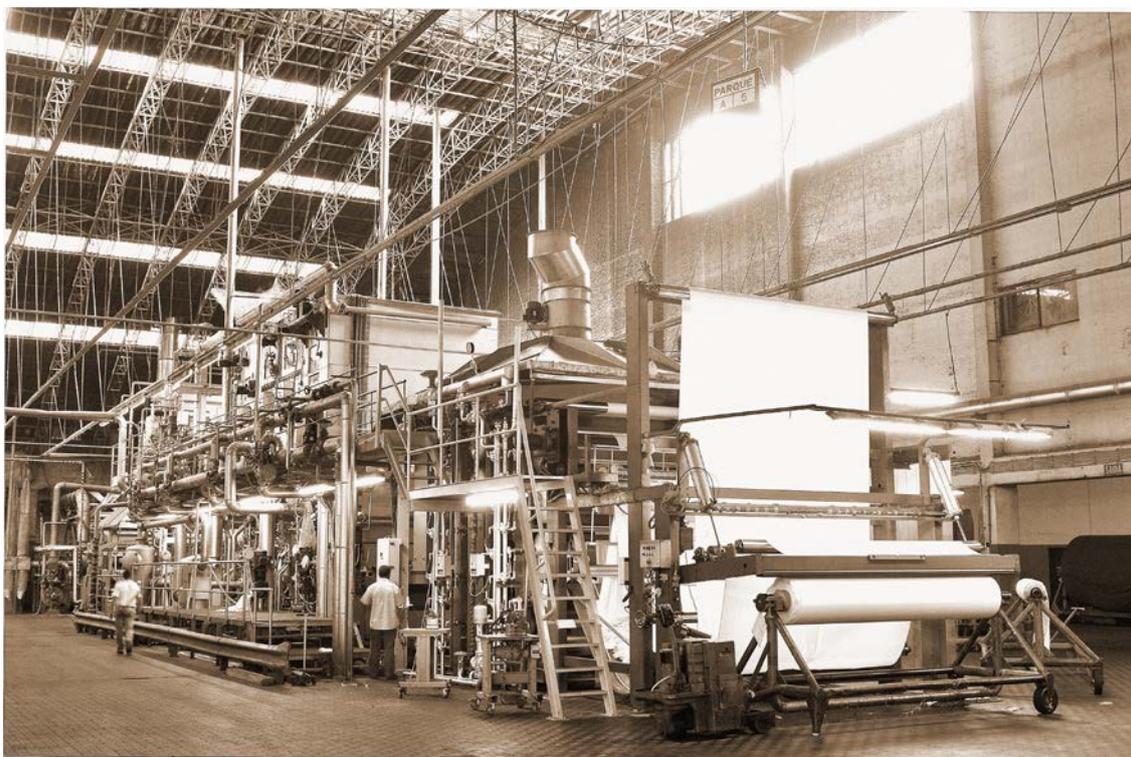


Fonte: Pizarro, SA



Fonte: Pizarro, SA

Coelima – Indústrias Têxteis, SA



Fonte: Coelima, SA



Fonte: Coelima, SA



Fonte: Coelima, SA



Fonte: Coelima, SA

Azuribérica – Têxtil, SA



Fonte: Azuribérica, SA



Fonte: Azuribérica, SA



Fonte: Azuribérica, SA



Fonte: Azuribérica, SA