

Research paper

Taxonomia da Falência e a Recuperação de Empresas – O Porquê do Insucesso

Submitted in 17, July 2018

Accepted in 9, September 2018

Evaluated by a double blind review system

MARIO GUERREIRO ANTÃO¹
CÂNDIDO JORGE PERES²
HELIO MIGUEL MARQUES³

Resumo

Objetivo: Descrever e analisar as visões sobre a falência empresarial e os percursos anteriores a esta, com enfoque particular no (in)sucesso dos processos de recuperação de empresas.

Metodologia: Agregação dos principais estudos de referência da literatura nesta área, permitindo assim a reflexão e o estudo daqueles que são os principais percursos anteriores à falência, bem como das trajetórias de recuperação, avaliando a evolução observada nestes processos, identificando as principais causas para o preocupante número de insucessos de recuperação, procurando contribuir para melhoria da recuperação empresarial. Ainda a fim de avaliar em que medida a crescente preocupação e investimento realizado na investigação dos processos de falência e recuperação tem contribuído para a redução do número de falências em Portugal observou-se a evolução destas ao longo da última década, bem como do sucesso dos programas de enquadramento dos processos de recuperação.

Resultados: No que concerne à análise da taxonomia da falência, causas, reacções, trajetórias e principais factores influenciadores do insucesso da recuperação conclui-se que a mudança observada nas últimas décadas não é significativa, apesar do empenho de investigadores, governos e legisladores, em promover, com carácter pro-activo, mecanismos de identificação antecipada destas situações, o nível de sucesso destes processos mantem-se muito baixo.

Originalidade / Valor: É banal afirmar que a previsão e a antecipação das situações de falência são particularmente importantes em tempo de crise, tendo a actuação dos gestores impacto determinante nos processos de recuperação empresarial. Este estudo, o primeiro conhecido dessa natureza em Portugal, avalia a evolução observada nos processos de falência e nas trajetórias de recuperação, identificando as principais causas para o número de insucessos de recuperação.

Palavras-chave: insolvência; falência; recuperação

¹ Faculdade de Ciências da Economia e da Empresa, COMEGI, Universidade Lusíada de Lisboa. E-mail: maga@lis.ulusiada.pt.

² Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Instituto Politécnico de Lisboa. E-mail: cjperes@iscal.ipl.pt.

³ Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Instituto Politécnico de Lisboa. E-mail: hmmarques@iscal.ipl.pt

1. Introdução

Depois da crise do subprime, 2008-2011, que segundo Bresser-Pereira (2008) foi a contracção económica mais longa e profunda desde 1929, devendo-se a um longo período de políticas de crédito generosas e permissivas, fazendo surgir os *NINJA Type Loans* onde as garantias dadas e a real capacidade de liquidação de dívidas eram avaliadas com pouco rigor, entrando assim o mundo num período onde o crédito não só era caro como escasso.

Além das dificuldades no tecido empresarial, tal como nos diz Carvalho (2013), assistimos por toda a Europa ao colapso de economias como a da Irlanda, Grécia e Portugal, obrigadas a recorrer ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira, retraindo fortemente o investimento e os gastos do Estado e com estes o rendimento das famílias, aumentando ainda mais as dificuldades tanto de pessoas como de empresas.

A vulnerabilidade e volatilidade dos negócios foi aumentando tornando cada vez mais comum a falência de empresas de forma plural em todos os sectores, dimensões e formas jurídicas.

Devido ao forte aumento do custo da dívida, da sua capacidade de renovação e do aumento do rigor de análise por parte da banca, muitas empresas enfrentaram períodos difíceis, vendo-se forçadas não só a adiar investimentos, reduzir estruturas e actividades como, em muitos casos, a fechar portas.

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

Mais recentemente assistimos a embates num tecido empresarial fortemente afectado, tanto pela redução da criação de empresas como com pelo aumento das falências em cerca de 81% (2010 – 2016, Iberinfor), segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE) entre 2005 e 2015 a diferença média entre a taxa de “natalidade e mortalidade de empresas” é 1,5%, sendo que, apesar de positiva, é ténue e distante de mostrar crescimento do tecido empresarial.

Desde meados do Séclo XX, fruto de sucessivas crises, do crescimento do colapso empresarial e das dificuldades sentidas por todo o mundo, a temática da previsão de falência suscita cada vez mais o interesse de investigadores.

Pioneiramente abordada por Beaver (1966) com a Análise Univariada, seguindo-lhe outros como Altman (1968) que de acordo com Barros (2008), foi “para muitos considerado o verdadeiro precursor dos Modelos de Previsão de Falência, [propondo] um modelo baseado na Análise Discriminante [multivariada]”.

2. Características e Taxonomia da Falência

Actualmente assistimos à banalização do termo, contudo não devemos esquecer que em tempos idos o não cumprimento de compromissos acordados, não só não era visto de forma tão aligeirada, como acarretava pesadas penas.

Recuando ao século XVI, segundo Bastin (1994), Carlos V condenava aqueles que entrassem em bancarrota fraudulenta à morte pela força e na idade média encontramos a

“pedra da desonra”, hoje no palácio da justiça de Pádua, onde eram forçados a sentar-se os devedores fraudulentos sendo aí sujeitos ao despeito dos credores.

Por vários séculos, a situação jurídica de falência podia ser resumida em:

Equação 1. Equação de situação Jurídica de Falência

Insolvência=Falência=Liquidação de bens para pagar aos credores

As sociedades e a vida económica desenvolveram-se, como a complexidade dos negócios.

Assistimos assim à criação de sistemas que antes da insolvência procuram salvaguardar a empresa mesmo em detrimento dos seus proprietários e credores, algo que já ocorria em 1929, mas que passou a ter um teor mais acentuado nos anos 70 e 80.

Bastin (1994) considera que actualmente, com o desenvolver das sociedades e da vida económica:

- A falência perdeu o sentido primário, já não constituindo; afronta vergonhosa, um mau êxito definitivo dificilmente reversível, antes não passando de um vulgar infortúnio da vida económica;
- Suspensão ou cessação de pagamentos não é só por si sinónimo de falência, mas sim uma forma de liquidação de uma situação de endividamento excessivo;
- A propagação do endividamento vulgarizou-se e, com o abuso deste, também se tornou mais comum a incapacidade de solver compromissos assumidos, multiplicando-se também as formas para sair dessa situação;
- É identificável o conformismo dos credores, dada a sua parca protecção e dificuldades de recebimento subsequente dos créditos.

Concretamente, são amplas as definições possíveis para falência, tema que tem ocupado vários autores, induzindo um vasto conjunto de definições propostas, sendo que em termos gerais esta é definida como a incapacidade de uma empresa continuar as suas operações, mais especificamente quando o *Cash-flow* operacional é insuficiente para cumprir as obrigações assumidas.

De notar ainda que o crescimento das falências com origem quer na envolvente geral quer na envolvente específica das empresas, justifica uma preocupação crescente no enquadramento jurídico e no eventual plano de recuperação.

Nesta matéria existem assim, do ponto de vista jurídico, duas tendências claras. Uma corporizada pelo direito francês e italiano que a considera um instituto dos comerciantes, remetendo os devedores não comerciantes para o regime de execução individual. E outra, do direito alemão e anglo-saxónico, que não diferencia as várias entidades devedoras. A legislação portuguesa a partir do Decreto 21758 de 1932 consagra procedimentos distintos para comerciantes e não comerciantes, sendo que a actual tendência vai no sentido de deixar esta discriminação, passando a ser de aplicação geral.

A nível internacional, diz-nos Antão (2011) que, a forte preocupação jurídica de estabelecer mecanismos para a antever e prevenir dificuldades financeiras e económicas está patente nas recentes reformas jurídicas observadas em vários países, uma vez que a relevância da falência justifica o desenvolvimento desses esforços de investigação e busca

por soluções que apoiem a capacidade da sua antevisão e a tomada de medidas de recuperação.

Em Portugal, o tema não tem sido acompanhado por investimento significativo em investigação no geral e na legislação em particular.

Em França, a legislação prevê formas objectivas que, com deteção de sinais de entrada em ruptura financeira, permitem a adopção de medidas que evitam a passagem a uma fase de intervenção dos tribunais. Opta-se por investir na previsão e em medidas de choque numa fase inicial da "doença", em alternativa ao seu alastramento.

Também nos ordenamentos jurídicos mais clássicos, como o italiano, há uma forte preocupação com a necessidade de mecanismos de prevenção da situação de insolvência, expressa nas medidas de Administração Controlada e Concordata Preventiva.

A Concordata, segundo Cascio (1988:543) aparece em Portugal, como na maioria dos países desenvolvidos, como forma de alcançar o melhor equilíbrio entre interesses dos credores e manutenção da empresa.

Se é indiscutível que por definição, *stricto sensu*, falência corresponderá ao processo de liquidação, o direito falencial moderno, *lato sensu*, tem como primeira prioridade a recuperação. Esta postura resulta da combinação das preocupações sociais com outras "de eficiência económica das soluções".

A ideia de proteger a empresa decorre da mais banal constatação: quando funciona, normalmente, os credores são pagos, o crédito está salvaguardado, o devedor é honrado, os trabalhadores têm emprego, os sócios conservam o seu capital, o Estado recebe impostos e taxas, os fornecedores conservam o seu mercado e os clientes os seus fornecimentos.

Assim, podemos dizer que a falência é definida pelos diversos autores segundo três vectores: o jurídico, o económico e o financeiro.

A perspectiva jurídica, dizem-nos Cohen (1987) e Ooghe e Van Wymeersch (1990), objectiva, que em regra organiza a definição segundo duas vertentes - a da empresa em dificuldades e a da falida - prevê na maioria dos casos que sociedades com problemas financeiros, incapazes de assegurar a liquidação das responsabilidades vencidas e consequentemente vulneráveis e fragilizadas, que estejam apoiadas num processo de recuperação com enquadramento judicial ou mesmo em regime de concordata, sejam consideradas em dificuldades, sendo falidas as que, não estando abrangidas por qualquer instituto jurídico que vise a recuperação, estejam em situação de incumprimento perante os credores ou revelem responsabilidades perante terceiros superiores aos bens e direitos detidos, de igual modo Malécot (1991) estabelece distinção entre situação financeira difícil e falência, revelando todavia, Lee (1985) grandes preocupações na distinção entre elas, nomeadamente quando envolvem decisões das instituições financeiras quanto à forma de recuperar os seus créditos.

A diferença entre empresa em situação difícil por causas jurídicas, económicas e financeiras pode observar-se nas definições de Casta e Zerbib (1979:506-527) em termos jurídicos ocorre aquando do depósito do balanço no tribunal na sequência da insolvência, enquanto em termos económicos corresponderá à ausência de rentabilidade e eficácia do aparelho produtivo.

A associação da falência à inadaptação à envolvente, ou seja, segundo uma perspectiva estratégica, aparece bem explicitada nos estudos de Bescos (1987) que refere como causa primeira das situações difíceis / falências vividas pelas empresas a sua manifesta

incapacidade de se adaptar à envolvente, esta situação numa fase avançada de inadaptação pode assim, só por si, levar à falência.

A confluência das perspectivas referidas leva-nos às teorias de Koenig (1985:84-91) e Ooghe e Van Wymeersch (1990) segundo as quais a problemática da falência gira em torno de um desequilíbrio do binómio rentabilidade/liquidez, inviabilizando a concretização de objectivos económicos, como a maximização do valor da empresa, tendo em conta os constrangimentos da envolvente.

Ainda no âmbito económico e financeiro identificam-se vários tipos de riscos observados na empresa no que diz respeito à falência, função do conjunto de rácios envolvidos, Casta e Zerbib (1979) referem o risco de liquidez (incapacidade de solver as responsabilidades de curto prazo), o de sobre-endividamento, associado ao método credit-men, o de não reembolso proposto por Altman (1968:589-609), o económico e o de não liquidez proposto por Collongues (1977:963-970) e por fim o patrimonial identificado por Conan e Holder (1979).

Não existe uma definição única para o conceito de falência tendo registado múltiplas ocorrências e variações ao longo dos tempos consoante o investigador, país de origem, a maior proximidade à terminologia legal, financeira ou económica, etc...

Tabela 1. Comparação das definições de falência nas investigações de referência

Ano	Autor	Critério
1966	Beaver	Incapacidade de fazer face às obrigações financeiras assumidas
1968	Altman	Pedido de falência sob o capítulo X do "National Bankruptcy act"
1970	Edminster	Não fazer o reembolso dos valores acordados pela Small Business Administration.
1975	Sinkey	Violação de leis e regulamentos pondo em causa a solvência
1979	Conan e Holder	Em situação difícil, demonstrações financeiras analisadas pela DATAR.
1980	Pettway e Sinkey	Declaração de insolvência pela agência rating ou reestruturação
1981	Castanga e Matolosy	Sob administração judicial ou liquidação
1983	El Hennawy e Morris	Liquidada, suspensa por ordem judicial ou sob gestão controlada
1985	Frydman, Altman e Kao	Falência efectiva e pedido de falência pelo chapter XI
1987	Laffarga, Martín e Vázquez	Intervenção da autoridade bancária ou do fundo de garantia de depósitos
1988	Aziz, Emanuel e Lawson	Excluídos da COMPTUSAT por falência e que interromperam a negociação
1990	Koh e Killough	Relatado no Wall Street Journal Index como falida
1993	Theodossiou	Pedido de falência ou gestão controlada
1993	Altman	Incumprir na liquidação do serviço da dívida de forma crónica ou simplesmente induzem a longo prazo taxas de retorno inferiores ao seu custo do capital.
1995	Garcia, Arqués e Calvo-Flores	Com financiamento em mora
1996	Begley, Ming e Watts	Excluídos da COMPTUSAT por pedido de chapter XI
1998	Lizarraga	Pedido de suspensão de pagamentos

1999	Kahya e Theodossiou	Incumprimento de obrigações ou tentativa de negociação com credores
2000	Altman	Pedido de falência sob o capítulo X do "National Bankruptcy act"
2001	Grice e Ingram	Pedido de Chapter XI, Chapter VII (liquidação, vulnerabilidade a incumprimento ou baixo rating das acções)
2002	Ross, Westerfield e Jaffe	Dificuldade em cumprir obrigações, Activos não suficientes para liquidar Passivos
2004	CIRE	Falência: impossibilidade de cumprir as obrigações vencidas Insolvência: inviabilidade económica ou irrecuperabilidade financeira
2005	Pompe e Bilderbeek	Classificação legal como falida
2007	Boritz, Kennedy e Sun	Pedido de Falência, gestão controlada ou liquidação
2008	Agarwal e Taffler	Gestão controlada ou liquidação
2009	Xu e Zhang	Constar da lista de empresas removidas da bolsa (delisted)
2010	Brealey e Myers	Momento a partir do qual o negócio vale mais morto do que vivo Assumir do controlo da empresa pelos credores por quebra de promessas ou utilização pelos accionistas do direito de default

Fonte: Elaborado pelo autor.

3. Processo de Falência e de Recuperação

Procuramos de seguida analisar as causas da falência, evidenciando os factores que com maior acuidade estão na sua origem bem como as suas trajectórias tipo. Abordaremos também a problemática dos processos de recuperação.

3.1. Influência dos Factores Micro e Macroeconómicos na Falência das Empresas

A espiral de falência põe em evidência aspectos aparentemente causadores, mas que na realidade são já consequência da trajectória, lançando assim uma nuvem sobre as verdadeiras causas do processo. Vários estudos procuram determinar as verdadeiras causas que na maioria dos casos organizam em micro e macroeconómicas.

Das primeiras, as mais apontadas são; o papel dos dirigentes, a estrutura da empresa e a envolvente económica.

Nas correspondentes ao perfil dos dirigentes incluem-se erros de gestão (incompetência, inexperiência, excesso de centralização, política comercial, financeira ou de Recursos Humanos deficiente, erros no cálculo de margens, etc.) a ausência desta e a pressão da envolvente quanto a nomeações políticas, interesses de clãs, etc...

Os relacionados com a estrutura da empresa decorrem da inadequação desta à estratégia, implicando descritivos de funções pouco claros, custos salariais excessivos, quadro de pessoal mal dimensionado, inadequado suporte ao desenvolvimento e implementação das estratégias comerciais, de produção, financeiras, etc...

Por fim, as causas relacionadas com a envolvente económica envolvem a falência de clientes e/ou fornecedores, crises sectoriais, preços não competitivos, variação do custo de materiais, surgimento de produtos substitutos, de grupos de concorrentes - que tendo

custos de produção menores ou tecnologias mais eficazes - colocam a empresa fora do mercado, etc...

Independentemente das causas microeconómicas, segundo Thibaut (1989:135), 70% das falências com esta origem são previsíveis, 50% a 85% resultam de insuficiências da gestão, referindo ainda que em 54% as causas essas responsabilidades relacionam-se com a incapacidade de pôr em prática medidas correctivas da trajectória.

Um outro importante estudo estatístico realizado em França pela *Caisse Nationale des Marchés de L'Etat* (CNME) no mesmo período aponta como 3 principais causas da falência a dos clientes (21%), a stocagem excessiva (11%) e a alteração de condições de acesso a crédito bancário (11%).

Conan e Holder (1979) ao compararem 774 empresas (639 sãs e 135 falidas) concluíram que as causas da falência tinham uma distribuição diferente, apontando como principais factores a falência de clientes (10%), a diminuição conjuntural das vendas (21%) e a má organização da empresa (11%).

Quanto às influências macroeconómicas, observa-se a existência de vários estudos sobre a matéria sendo unânimes na sobrevalorização dos erros de gestão em detrimento da conjuntura económica. Concluem, todavia, que a conjuntura desfavorável potencia os seus efeitos, levando mais rápida e frequentemente à falência.

Altman (1983) estabelece uma relação entre falências e factores macroeconómicos como o fluxo de criação empresas, o crescimento económico, a política de crédito, etc. Teoria subscrita por Koenig (1985:86) que justifica grande parte das falências com o efeito "bola de neve" envolvendo a correlação entre a percepção das dificuldades pelos fornecedores, a contracção do mercado de capitais, o aumento de garantias exigidas, do custo do crédito, culminando na recusa de financiamento verificada em situações de contracção económica.

Vários autores como Giordano (1986), Koenig (1985) e Altman (1983) afirmam que as variáveis macroeconómicas não são determinantes dos processos de falência, limitando-se ao papel de catalisadores ou inibidores. Malécot (1981:11) identifica que restrições ao crédito e/ou subida das taxas de juro aceleram o ritmo de falências assim como o fluxo de criação de novas empresas (correlacionando a probabilidade de falência e a idade da empresa) Koenig (1985) afirma que 50% das falências ocorrem antes das empresas atingirem 5 anos Altman (1983) vai mais longe indicando que parte significativa das causas relacionam-se com mau dimensionamento inicial de Fundo de Maneio. Adicionalmente, correlacionado com o ritmo de falências temos também o crescimento da actividade económica, do mercado bolsista e a inflação.

De acordo com Daigne (1986:38-39), situações de crescimento económico favorecem o volume de negócios, margens e conseqüentemente a rentabilidade das empresas, de igual forma quando a conjuntura económica é de contracção observa-se o contrário, funcionando o mercado bolsista como barómetro ao dar indicações no mesmo sentido, reflectindo assim as suas percepções quanto ao comportamento da economia.

A inflação, no curto prazo, tende a beneficiar empresas com um nível de endividamento alto, dado que, por via desta, a margem operacional tende a aumentar em valor absoluto, contribuindo para a possibilidade de liquidar responsabilidades a ritmo mais acelerado. A médio e longo prazo os gestores tendem a reagir tardiamente às alterações do contexto de competitividade sendo nesses casos a inflação penalizadora para o desempenho da empresa.

Da análise dos factores com maior contributo quer micro quer macroeconómico para a falência empresarial, indicam-nos Bardos (1995) e Lendrevie, Lindon, Laufer e Mercator (1979) que existirão quatro grandes causas: problemas de gestão, de tesouraria, de rentabilidade e de redução de actividade.

No que concerne aos problemas de gestão decorrem da incapacidade dos dirigentes, de erradas opções estratégicas, de sistema de informação inadequado ou ausência súbita de um dirigente centralizador. Já as insuficiências de tesouraria associam-se a deficiências na estrutura de financiamento.

A redução da actividade tem como principais causas a presença em sectores em declínio, crises em mercados de exportação, concentração de negócio, número reduzido de clientes ou insuficiente volume de investimento.

Por fim a redução da rentabilidade pode decorrer das causas apontadas ou da rigidez dos preços de venda ou dos custos mais importantes, esta pode resultar da avançada fase do ciclo de vida do produto ou mercado, novos concorrentes mais competitivos, etc...

Independentemente da causa de fundo justificativa da falência observam-se factores que funcionam como dinamizadores de vulnerabilidade da empresa, acelerando o processo e inibindo a recuperação, como a tecnologia rígida, o baixo nível de diversificação da carteira de clientes, de eficácia e a juventude da empresa.

Estes factores posicionam-se como um misto entre causas e catalisadores da falência. Esta teoria foi validada por estudos realizados por Daigne (1986) e Brillman (1986), em linha com Koenig (1985), nos quais se conclui que 50% das falências ocorrem nos primeiros 5 anos de vida e 10% nos segundos cinco. Cerca de 90% ocorrem em empresas mono produto, destas 60% são igualmente mono cliente ou têm uma carteira de clientes limitada.

3.2. Trajectórias de Falência

Daigne (1986:38-39) subdivide a trajectória da falência em três fases: a primeira correspondente à estagnação das vendas, diminuição da rentabilidade e aumento de custos, a segunda envolve variação dos stocks desfasada da dos activos, insuficiências de financiamento do ciclo de exploração e o agravar da redução da rentabilidade e a terceira correspondente à asfixia financeira e conseqüente entrada em incumprimento estrutural.

Também Argenti (1977) caracteriza o processo de degradação segundo três fases: como primeira a rigidez do órgão de decisão onde por incapacidade de interpretar as informações do interior e da envolvente da empresa, os gestores deixam de conseguir produzir um diagnóstico adequado. Numa segunda os gestores tomam decisões desadequadas à situação em que se encontram, assumindo trajectórias desadequadas e por fim a terceira onde os sintomas se revelam sob a forma de insuficiências financeiras que a prazo conduzem à falência.

O estudo da trajectória de falência está intimamente ligado com a necessidade de identificar comportamentos precoces da "doença" para procurar agir com a brevidade possível de modo a corrigir a espiral descendente, reposicionando a empresa. A rapidez de intervenção é determinante quer para accionistas como para credores.

Assim importa estar alerta para os sinais de potencial risco. Estes podem manifestar-se de diversas formas, sendo recomendável avaliar situações no plano financeiro como redução de lucros, recurso excessivo a capital dos sócios para financiar a exploração, insuficiências de tesouraria, etc.

No plano comercial são factores de alarme a redução do volume de actividade, estagnação de vendas e operação em mercados em declínio.

Ao nível administrativo e organizacional recomenda-se atenção às estruturas desadequadas, à ineficiência do sistema de informação de gestão e à ausência de autoridade dos primeiros níveis de gestão.

Quanto à função produção refira-se, investimentos mal dimensionados, baixa do rendimento, problemas de qualidade, diversificação com base em opções tecnológicas desadequadas ou descontrolo dos programas de produção.

Por fim uma nota especial para efeitos da instabilidade social resultante de más relações entre trabalhadores e direcção, rescisão de contratos por parte de quadros com papel determinante ou desmotivação das equipas.

O contributo da análise financeira é igualmente importante para a avaliação da probabilidade de falência, se por um lado esta se pode encontrar expressa em vários modelos envolvendo conjuntos sistematizados de indicadores, por outro a análise de rácios individuais ou não articulados é também uma prática com resultados assinaláveis e ainda, segundo Breia, Mata e Pereira (2014), pode concluir-se que existem sinais de alarme que permitem com elevado grau de confiança determinar o "estado de avanço da doença" ou fase da trajectória de falência em que a empresa se encontra.

Por exemplo a metodologia de avaliação do nível de dificuldades financeiras observadas nas empresas, proposta pelo Banque de France é considerada uma referência para quem se preocupa com esta problemática.

Igualmente importante é a teoria que argumenta que a importância relativa de cada um dos vários rácios se altera à medida que nos aproximamos do momento da falência. Ainda que alertando para o facto de não explicarem as causas alguns autores organizaram os indicadores em função do seu contributo para perceberem o risco de falência face à distância temporal à sua efectiva concretização.

Desta forma os primeiros sinais observados, em média a três anos da falência, são em regra expressos com mais veemência nas taxas de investimento (Investimento activos não correntes/valor acrescentado) e nas margens brutas (resultado económico bruto/volume de negócios). A dois anos assume particular importância o nível de endividamento (endividamento global/recursos próprios). Finalmente a fase crítica, observada um ano antes, é expressa com mais relevância na baixa de variação do valor acrescentado ($(V.A. (n) - V.A. (n-1))/V.A. (n-1)$) e na redução da rotação das existências (existências/compras).

Dwor-Frécaut, Colaço e Hallward-Driemeier (2000:28-35) estudando as causas de falência em países asiáticos identificam como factores mais importantes a redução da procura e receitas, a abertura do mercado ao estrangeiro, o aumento dos custos de funcionamento, das taxas de juro ou via variações cambiais, a dificuldade de obtenção de financiamentos para capital circulante, o peso do serviço da dívida e a insuficiência de capitais permanentes para financiar o ciclo de exploração, as opções tecnológicas e a relação com fornecedores.

Conclui-se assim que os aspectos relevantes para o acréscimo do risco de falência podem agrupar-se em três agregados: a redução da procura dos produtos, a subida do custo dos factores de produção e a dificuldade de acesso a crédito. Note-se que na identificação das causas da falência, na caracterização da sua trajectória, na formulação de modelos e metodologias de aplicação generalizada da análise desta problemática será sempre determinante, como forma de evitar desvios entre as conclusões e a realidade, ter em conta

o contexto específico (país, sector de actividade, concorrência, ciclo de vida do produto ou serviço e mercado etc.).

3.3. Causas e Reacções à Falência

Independentemente das causas e do contexto, todos os especialistas são unânimes: os gestores das empresas reagem demasiado tarde quando confrontados com situações de risco de falência.

Análises contabilísticas a empresas nas centrais de balanços, mostraram que a maior parte conhecia as dificuldades três a cinco anos antes, no entanto continuam a investir meses antes da falência. Incluem-se aqui grupos de empresas assessoradas por consultores credenciados, que, no entanto, na maioria dos casos não são ouvidos no que concerne à necessidade tomar oportunamente decisões estratégicas, de modo a evitar o colapso da empresa.

Mesmos aqueles que construíram com sucesso as suas próprias empresas, ou empresas onde assumem cargos de gestão, tendem a demorar demasiado tempo a reagir, quando na realidade deveriam pro-agir.

O impacto destas ineficiências ao nível da gestão justificou que, por exemplo nos Estados Unidos da América (EUA), as sociedades cotadas fossem obrigadas a corrigir a sua informação financeira dos efeitos da inflação, o que constitui à partida um progresso, uma vez que esta mascara reduções de volume de actividade e dos lucros, minimizando os montantes reais de depreciações e amortizações, chegando mesmo a omitir prejuízos.

Apesar das várias medidas preconizadas a tendência para a regulamentação é muitas vezes inútil e perigosa dado que se suporta em indicadores não à priori, mas à posteriori, como por exemplo, as dificuldades de tesouraria que são uma consequência tardia e não uma causa inicial da falência.

Por fim importa refletir sobre a crueldade do sistema onde a empresa se insere, podendo inclusivamente falar-se do paradigma da verdade já que nada pode contribuir mais para levar uma empresa a entrar em dificuldades do que a informação oficializada de que se encontra em situação difícil.

3.3.1. Os Atrasos

Na realidade os atrasos nas reacções dos gestores a situações de risco acrescido de falência têm causas psicológicas, sociológicas e culturais profundas que não se poderão resolver via regulamentação, mas sim, através da tomada de consciência individual, sendo determinante a consciência relativa ao risco de reagir tarde.

Importará, pois, manter-se atento à evolução da conjuntura e à distinção entre alterações estruturais e conjunturais.

Nos anos 80, a substituição dos dispositivos electromecânicos por sistemas electrónicos, foi uma mudança estrutural, que condicionou de forma irreversível um conjunto vasto de sectores de actividade levando a que muitos sectores viessem a conhecer alterações estruturais. Como é sabido é particularmente difícil para uma organização, qualquer que seja, aceitar que a sua vocação, se não for alterada, a colocará numa situação sem retorno.

Esta dificuldade de tomada de consciência e de aceitação das alterações estruturais tende a provocar a adopção/manutenção de padrões de gestão, em regra, desajustados à nova realidade. Desta atitude resultam processos de reestruturação, quase sempre deficientes,

traduzindo-se no prolongamento de deficits e na inevitável falência, com prejuízo para todos os terceiros envolvidos.

Embora variando de sector para sector, podem identificar-se sinais de alerta à priori que constituem informação determinante para a tomada de medidas correctivas. A ausência de indicadores previsionais fiáveis e de um tableau de bord facilita o desenvolvimento de factores de risco sem que o decisor se aperceba da tendência.

As situações em que coexistem rentabilidade e liquidez elevadas com alta debilidade estratégica são as mais gravosas, dada a maior dificuldade de percepção do carácter estruturalmente débil da empresa, que a levará a uma situação crítica. Por analogia, pode definir-se este quadro como o de "uma doença maligna sem sintomas".

3.3.2. A Ilusão da Ocultação

A tendência intrínseca dos indivíduos, legitimada em parte pelas penalizações impostas pelo mercado, para ocultar os maus desempenhos é muitas vezes suportada na manipulação contabilística. Desenvolvem-se então procedimentos que permitem manter resultados aparentemente inalterados, apesar da degradação da situação real. A manipulação de provisões, depreciações, amortizações, ajustamentos, capitalização de custos de exploração, etc... permitem manter a um nível satisfatório os resultados contabilísticos ao longo dos anos. Infelizmente, as primeiras vítimas destas opções são a equipa de gestão e os accionistas. Ao diminuir as "reservas ocultas" que ela mesmo havia constituído em tempo de "vacas gordas" atenuam a própria percepção do declínio.

A orçamentação é um mecanismo essencial se bem utilizado pelas empresas. No entanto a sua deficiente aplicação pode tornar-se muito perigosa, ao ponto de se transformar numa panaceia. O mito resume-se à fórmula: "A inflação mais qualquer coisa". Sendo, nesse caso, uma construção teórica que contribui para reafirmar em vez de inquietar, tendendo assim, a minimizar o reconhecer de situações de crise e a manter a trajetória de risco .

Tal como referido em secção anterior, uma empresa depende das suas relações com o meio ambiente e da confiança que inspira, sendo que a assumpção de dificuldades pode criar um contexto negativo redutor nesta última. Esta realidade não justifica a alienação dos decisores, recomenda sim uma atitude proactiva, se as medidas forem tomadas com uma tesouraria saudável e a última conta de exploração revelando resultados positivos, o anúncio de dificuldades futuras e de medidas para as tornearem não diminuirá, de forma geral, a confiança dos agentes económicos e sociais na empresa. Pelo contrário o decisor assumirá a imagem de ponderado e previdente.

3.3.3. O Papel dos Parceiros Financeiros e de Supervisão

A adopção de soluções fáceis como o recurso a entidades tutelares para cobrir insuficiências de resultados, liquidez ou solvabilidade tem por consequência o alastrar da doença da "não rentabilidade estrutural" produzindo metástases por todas as áreas da empresa: nas ideias estratégicas, nos projectos de desenvolvimento, nas decisões de investimento, etc....

Neste sentido, contrariamente ao senso comum, um bom credor é aquele que se mostra reticente e exigente, chegando apenas a acordo de recuperação se a empresa for recuperável, se estiver convencido que as medidas difíceis serão tomadas e que a sua devedora é dirigida por uma equipa que se mostra competente.

Todo o financiamento anormal, que evita o afrontar pela realidade do equilíbrio das contas e da tesouraria tem os mesmos inconvenientes que uma droga. Atenua a angústia, mas diminui a vontade e capacidade de reagir.

Todos os planos excelentes no papel tornar-se-ão catástrofes financeiras se a estrutura de financiamento ultrapassar os limites onde o risco financeiro e respectivo efeito de alavanca se tornam um peso insuportável. O acesso fácil ao crédito induz nas empresas uma lógica de fuga para a frente consubstanciada em investimentos além do necessário, baixas rotações do activo e rápida erosão da capacidade competitiva. Estes procedimentos são muitas vezes consequência da necessidade das entidades financeiras mostrarem volumes de negócio e rentabilidades aparentes fundadas na manipulação dos seus próprios elementos contabilísticos.

Entidades de supervisão, instituições de crédito e parceiros exigentes contribuem sem dúvida para o reforço competitivo das empresas.

3.3.4. A Importância da Envolvente

A manutenção de empresas em mercados natural ou artificialmente pouco competitivos provoca atitude passiva e amorfa, não conhecer ambientes além do crescimento sem crise de rentabilidade ou tesouraria pode revelar-se perturbador. Para gerir a crise é preciso apelar a gestores que tenham enfrentado este tipo de situações.

Num sector em crescimento moderado, sendo a empresa saudável, não existem inconvenientes a uma inteligente lentidão. Pelo contrário, em caso de crise com risco de perdas ou a efectivação destas é necessária urgência.

Conseguir uma recuperação pressupõe um diagnóstico realista e claro das causas principais de dificuldades. Não é saudável criar tensões ao nível da equipa gestora de uma empresa, sem que haja uma avaliação clara da situação, das estratégias e da organização e sem atribuição de responsabilidades de forma pessoal e objectiva.

Para que se efectue uma recuperação, é necessário primeiro sobreviver. O sucesso é fortemente condicionado pelo facto de se iniciar o processo antes que a situação de tesouraria esteja degradada sendo a reacção rápida fundamental.

O nível de risco assumido numa empresa em dificuldades é determinante para o processo de recuperação e será sempre superior ao recomendado para uma em fase cruzeiro, com situação económica, financeira e estratégica equilibrada. Um aspecto favorável à tomada de decisões de ruptura com o passado resulta do facto de numa fase crítica o primeiro nível de gestão ter mais facilidade em tomar certas medidas, dado que os recursos humanos em épocas de dificuldades aceitam facilmente mutações de funções e remuneração, para conservarem os seus postos de trabalho.

3.3.5. A Necessidade de Distanciamento

O insucesso de muitos dos processos de recuperação resulta da incapacidade dos promotores do processo se distanciarem de questões quotidianas. Normalmente verifica-se quando se tem de continuar a gerir o quotidiano pondo em prática, simultaneamente, medidas de recuperação.

Ninguém se pode ocupar eficaz e simultaneamente de tarefas habituais e de medidas estratégicas. Com esta constatação aponta-se como factor catalisador do sucesso da recuperação a utilização de task-forces.

Quanto mais centralizada a gestão nos anteriores gestores, menor a probabilidade deste(s) conseguir(em) sucesso no processo de recuperação sem se afastarem da gestão do dia a dia ou contratarem especialistas externos para o implementarem.

Outra vantagem de recorrer a especialistas externos resulta de a gestão da crise implicar mudança de cultura que significa modificar valores, hábitos de raciocínio, procedimentos e métodos de trabalho.

3.3.6. A Importância dos Elos Estratégicos e da Globalização

Outro factor condicionante dos processos de recuperação são os efeitos secundários não quantificados. Quando o(s) mercado(s) da empresa se reduz(em) existe tendência para alterar o tipo de actividade por reconversão progressiva ou por diversificação, esperando da organização uma reacção rápida e eficaz. Todavia é necessário contar com tempo de formação dos recursos humanos e com a apreensão da nova cultura. Um dos perigos bem conhecidos da diversificação é o da falta de experiência. Raros são as entidades que realizaram com sucesso esta caminhada pelo que, quaisquer que eles sejam, os atrasos de reconversão e de diversificação efectivos são geralmente sub-estimados por ausência de experiência na estimativa dos mesmos.

Empresas bem geridas mantêm-se próximas dos seus clientes, interessadas nos seus negócios e situação financeira. A saúde dos clientes corresponde a um aspecto que tem particular importância na fiabilidade das projecções que expressam o desempenho futuro da empresa e na fase pré-crise que esta possa vir a viver. Segundo o Banco Mundial, 1 em 5 empresas incorre em risco de falência pelo desaparecimento de um grande cliente.

A globalização e abertura dos mercados a novos concorrentes trás uma situação não correspondente á ameaça da actividade dos clientes, mas á das empresas concorrentes que devem merecer cada vez mais atenção. As empresas tendem neste novo contexto a procurar soluções produto/mercado mundialmente competitivas, escolhendo novas localizações para serem competitivas a nível mundial.

Relacionado com esta problemática está também o contributo para o risco de falência da instabilidade económica no país onde a empresa labora. A fragilidade económica de muitos países, baseada no aumento de deficits, na má gestão publica, na falta de eficiência dos mecanismos de regulação e nas práticas políticas desadequadas, levam as empresas a entrar em trajectórias de risco por falta de enquadramento por parte da envolvente.

3.3.7. Alterações do Ritmo da Inflação

Grande parte das empresas europeias rentáveis, apresentam lucros de 1% ou 2% do Volume de Negócios, apesar de grandes esforços, este nível de volume de resultados é consequência de vários factores.

Os preços de venda, revistos em função do mercado, margens da empresa e inflação, fazem com que o resultado seja influenciado por esta última e o seu contributo função das opções de gestão e tipo de negócio da empresa. A sua influência sobre a rentabilidade e risco de falência recomendam a análise do valor deflacionado dos resultados, como da capacidade dos gestores para adaptarem proactivamente a empresa a variações na inflação. Em regra, crises acompanham-se de alterações do ritmo da inflação. Gerir num período de crise é também antecipar as alterações desse ritmo para que se possam tomar antecipadamente decisões ou medidas.

O aumento de insolvências ao nível do consumidor final, como empresarial, conduziram ao desenvolvimento de técnicas, nos acordos de Basileia, do tipo credit scoring e "selecção de devedores", no caso do sector financeiro.

Os organismos de crédito, seguradoras e bancos utilizam cada vez mais, modelos estabelecidos a partir de análises estatísticas. Paralelamente ao nível empresarial, as que são bem geridas reforçam sistemas de acompanhamento do risco de crédito, em ambos os casos, a partir de inputs sobre as Demonstrações Financeiras, obtêm-se dados como: avaliação do nível de risco do cliente, rácios de risco e solvabilidade, evolução das contas do Balanço e Demonstração de Resultados e dos fluxos financeiros.

Refira-se por fim que indicadores considerados como de prevenção, são reveladores de consequências das dificuldades, como paragem na distribuição de dividendos, baixa de resultados reais e cessação de pagamentos.

3.3.8. Respostas e Limitações

Vários são os estudos sobre o sucesso da recuperação de empresas em situação de risco acrescido de falência.

Slatter e Lovett (1999:7) afirmam que o sucesso da recuperação passa por uma visão holística da empresa, sendo determinante desenvolver mecanismos de avaliação da recuperação numa perspectiva sistémica.

Num estudo que pretendeu descodificar o processo de recuperação de empresas, Beer e Nhoria (2001) concluem que 70% das iniciativas de mudança falharam devido á tomada de medidas segundo uma lista alfabética, não articulada e descentrada das causas reais da crise e consequentemente dos objectivos a atingir.

Para resolver este problema propõem o envolvimento dos colaboradores com os consultores, funcionando estes últimos como catalisadores da mudança. Aos envolvidos no processo cabe o papel de articular a maximização do valor da empresa com a reorganização das competências organizacionais, um complexo equilíbrio entre a administração anterior e os novos elementos da gestão, assumindo particular importância a estrutura e cultura organizacional.

Outra condicionante do sucesso dos processos de recuperação é a atitude dos CEO's quanto ás reacções tardias a sinais de risco e à postura inadequada de gestores que escondem, rejeitam, assumindo-se como não pro-activos.

Slatter e Lovett (1999) concluem, estudando os determinantes do sucesso da recuperação, que a qualidade (perfil) dos gestores que o implementam corresponde à variável mais importante para o sucesso destes.

Mais tarde, na sequência da realização de um novo estudo onde 75% dos inquiridos eram administradores judiciais, dedicados à recuperação de empresas no Reino Unido, Slatter Lovett e Barlow (2006) concluíram ser igualmente determinante que seja correctamente definida a trajectória de recuperação antes de qualquer intervenção, sendo necessário para tal um período mínimo de 6 a 18 meses função da complexidade da empresa.

Os autores afirmam que os primeiros dias da recuperação assumem particular importância sendo determinantes na motivação de equipas, relacionamento com fornecedores e clientes. Sobretudo deve manter-se uma perspectiva sistémica na análise da viabilidade da empresa para identificar as acções que garantirão as condições de recuperação.

Referem ainda que nos últimos 25 anos, nos EUA, mais de 3500 empresas cotadas, representando mais de 3,5 biliões de dólares de activos aderiram ao capítulo XI (lei da gestão controlada), sendo cerca de 20 milhões de pessoas despedidas em processos de downsizing. De igual modo chamam à atenção para a importância dos modelos de planeamento financeiro na avaliação dos ganhos e custos decorrentes do processo de recuperação.

4. Enquadramento Legal em Portugal

No âmbito legal o conceito de falência e insolvência são termos que, apesar de próximos, são intrinsecamente distintos tendo vindo este último substituir o primeiro na legislação actualmente em vigor em Portugal.

Diz-nos o Código das Sociedades Comerciais (CSC) que o enquadramento legal do conceito de falência técnica, em particular para um estágio ainda predecessor a este (leia-se pré-falência técnica) consiste na perda de metade do Capital Social da sociedade, o seu Artigo 35.º versando sobre este conceito indica que esta se verifica se:

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

Com facilidade se afere a preocupação do legislador em antecipar situações de falência, colmatar e corrigir as de pré-falência quer por via mais radical, sugerindo a imediata dissolução da sociedade, conseqüente suspensão de actividade operacional e liquidação dos activos para pagamento dos passivos evitando o agravamento da situação, quer de forma mais moderada possibilitando a reestruturação empresarial, via reposição de capitais próprios perdidos devendo estes ser realizados em dinheiro, na expectativa de ver corrigidas as situações que conduziram a este estado e colmatada a insuficiência de fundos que consolidada conduzirá à falência técnica.

Segundo Barros (2008), o Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência (CPEREF), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 132/93, definia falência como “o estado da empresa impossibilitada de cumprir as suas obrigações, depois de se ter mostrado economicamente inviável ou considerado impossível a sua recuperação financeira”.

Já o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, revisto pela Lei n.º 16/2012 que revoga o CPEREF, incute a mudança de terminologia, tendo passado então a situação de insolvência, na qual é “considerado [...] [nesta situação] o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas”.

Ainda do CIRE (2012:1403) consta a clarificação do que legalmente é entendido por falência e insolvência,

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

Objectivamente o termo falência ou falência empresarial aplica-se para descrever a empresa que apresente Capital Próprio negativo, como preconizado por Ross, Westerfield e Jaffe (2002), e materializando o conceito de pré-falência em falência técnica, uma vez que nesta situação não só já está perdido todo o Capital Próprio da empresa, como ainda, assumindo que todo o Activo está correctamente contabilizado, os credores já terão perdido a possibilidade de receber parte dos seus créditos.

5. Perspectiva Geral das Principais Técnicas de Previsão de Falência

Martins (2003), indica que, nos EUA, nos anos 30 do século passado, na sequência da crise de 1929, surgem os primeiros estudos sobre a falência empresarial e sua previsão, contudo, segundo Divsalar, Javid, Gandomi, Soofi e Mahmood (2011), foi após os anos 60, com a utilização de técnicas estatísticas, que o interesse sobre a temática ganhou impulso, de que são exemplo a aplicação da Análise Discriminante Uni e Multivariada.

5.1. Análise Univariada

O pioneiro da aplicação da análise univariada ao estudo da previsão de falência foi Beaver em 1930. O seu estudo funda-se no método tradicional de interpretar Demonstrações Financeiras visando comparar rácios entre empresas, servindo estes de variáveis explicativas ou previsores, por serem propensos a apresentar fortes diferenças entre empresas falidas e saudáveis.

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

Beaver, segundo Divsalar et al. (2011), introduziu a técnica de classificação das empresas em 2 grupos (falidas ou não falidas) através da utilização de alguns rácios individualmente, através de um cut-off baseado na minimização do erro de classificação, citam ainda que “Beaver’s (1966) study indicated that financial analysis could be useful in the prediction of business failure for at least five years before the company collapses”.

A natureza deste tipo de análise é Univariada no sentido em que as variáveis são observadas e analisadas uma após a outra, não existindo intuito de realização de uma análise que capture um efeito integrado, de quaisquer variáveis juntas, sobre a saúde financeira da empresa; por outras palavras caracteriza-se por todo o peso da previsão recair sobre o resultado de uma única variável, ou seja, falida ou não função da rendibilidade, solvabilidade ou liquidez geral, por exemplo.

Um dos pressupostos principais desta abordagem é a proporcionalidade entre o numerador e denominador do rácio a ser analisado. O que, no entanto, tem forte probabilidade de ser violado em duas áreas:

- a relação entre as duas variáveis pode ser não linear, originando um resultado não proporcional;
- um termo constante poderá desempenhar um papel na relação entre duas variáveis de um rácio, impedindo a proporcionalidade.

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

Segundo Cook e Nelson (1998), “*a single variable can be used for predictive purposes*”, contudo, de acordo com Santos (2000:48), os “investigadores contemporâneos criticaram bastante os modelos univariados com o argumento de que um rácio, analisado isoladamente, não contém informação suficiente”.

De facto, segundo Hughes (1993), os problemas de utilização desta metodologia estão documentados, em particular os relativos à comparação entre empresas diversificadas quer em produto, quer geograficamente.

Correia (2012) e Hughes (1993), sugerem que o problema deste tipo de análise decorre de cada rácio ser examinado separadamente. Consequentemente, a análise tem o problema de decidir também isoladamente se um rácio em particular é bom ou mau. Altman (1968), exemplifica esta problemática indicando que “*a firm with a poor profitability and/or solvency record may be regarded as a potential bankrupt. However, because of its above average liquidity, the situation may not be considered serious*” em concordância indica Divsalar et al. (2011), que diferentes rácios podem mover-se em sentidos opostos, indicando previsões distintas.

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

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

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

5.2. Análise Discriminante Multivariada (MDA)

Técnica que surge na tentativa de distinguir estatisticamente dois ou mais grupos recorrendo a múltiplas variáveis em simultâneo, a sua aplicação na área financeira inicia-se relacionada com a falência e sua previsão.

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

Os trabalhos de William Beaver foram seguidos por Edward Altman, pioneiro na aplicação da Análise Discriminante Multivariada através do seu modelo Z-Score em 1968 (Bellovary et al. 2007 e Barros 2008).

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

- 1- Estabelecer dois grupos mutuamente exclusivos, um de empresas falidas, outro das que continuam a operar;
- 2- Recolher os rácios financeiros para ambos grupos;

3- Identificar dos rácios recolhidos os que melhor discriminam os dois grupos.

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

De acordo Cook e Nelson (1998), Altman procurou ultrapassar os problemas originados pela utilização de variáveis isoladamente, fazendo face às insuficiências da Análise Univariada que essencialmente era a avaliação não integrada dos parâmetros em estudo. Consubstancia-se num modelo que, segundo Santos (2000), tenta explicar “a variável dependente em função de várias variáveis independentes. Por exemplo falida/saudável em função da rentabilidade, liquidez, solvabilidade, etc...”.

Segundo Bellovary et al. (2007) e Barros (2008:20), Altman usou a Análise Discriminante Multivariada para criar um modelo de 5 factores para a previsão de falência empresarial que demonstrava uma elevada capacidade de classificação de empresas falidas e não falidas até dois anos antes da falência, acrescentando que este foi um dos principais mecanismos criados no sentido de analisar quando chegará o fim da vida de uma empresa, pois a Análise Discriminante permite detectar relações entre uma característica qualitativa que se pretende explicar e um conjunto de características qualitativas explicativas.

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

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

De acordo com Barros (2008:26),

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

Dizem-nos ainda Hughes (1993) e Peres e Antão (2017), que a Análise Discriminante Multivariada apresenta claras vantagens à análise isolada de rácios financeiros, contudo não está isenta de sensibilidades:

a) Territorial: um modelo concebido para determinado país, área ou região terá um desempenho potencialmente diferente quando aplicado a uma amostra geograficamente diferente. Os países diferem em requisitos legais, contabilísticos, impostos e sistemas de trabalho, facilidade de acesso a crédito, características dos seus sistemas financeiros e, em última instância, políticas macro e microeconómicas, questões culturais e de tradição que afetam o estilo de gestão; considerada por diversos autores, dado não serem identificáveis modelos com amostras plurinacionais, porém, não foram tomadas medidas para identificar potenciais ganhos de eficiência de uma escolha diferente;

b) Setorial: cada sector tem características específicas, desde o desempenho dos seus indicadores financeiros às intrínsecas à sua operação. Por exemplo, o sector de hotelaria e restauração inclui tanto hotéis de 5 estrelas como pequenos restaurantes, com estruturas e indicadores muito diferentes; no entanto, há uma diferença ainda maior entre uma indústria pesada e uma empresa de serviços. Existindo indicadores financeiros que se

comportam de maneira específica dependendo do sector. Um modelo que não tenha isso em conta e agregue diferentes indústrias ou sectores poderá vir a excluir indicadores que, embora possam não ser bons preditores para alguns sectores, podem sê-lo para outros; a maioria dos autores elaboraram modelos mono setoriais o que sugere alguma preocupação com esta questão, os demais defendem o uso de modelos construídos com amostras que procuram retratar a economia como um todo. Facilmente é entendível que um modelo eficiente para o setor financeiro provavelmente não o será para outros como o mineiro ou dos serviços.

c) Temporal: é improvável que um modelo projetado com uma amostra de meados do século XX retenha o mesmo desempenho de classificação quando aplicado a uma actual, mesmo sendo ambas do mesmo país e sector, tenham o mesmo tamanho e características. O panorama dos negócios mudou substancialmente desde o século passado e adicionalmente também houve desenvolvimentos nos sistemas de informação e no tratamento contabilístico de algumas rubricas, como o *goodwill*, os gastos com investigação e desenvolvimento (I&D), bem como outras opções de capitalização de despesas; nenhum modelo aplica qualquer tratamento para a distância temporal entre o momento da concepção e a aplicação, com excepção do recalcule sistemático dos pesos de cada indicador. Embora possa resolver o problema, essencialmente cria um novo modelo, partindo apenas de um estágio mais avançado do processo;

d) Enviesamento da seleção da amostra: a amostragem não aleatória, onde o analista não aplica nenhum tratamento específico ou seleciona toda a população, resulta na inclusão de mais casos de um tipo do que de outro (saudável ou falido) na fase de treino ou de construção do modelo. Naturalmente, o desenvolvimento de um modelo a partir de uma amostra que tenha mais elementos de um grupo do que o outro poderá fazer com que ele seja tendencioso mais tarde quando se tratar de classificar empresas; além da eliminação das empresas sem dados completos, o único tratamento das amostras identificável é a construção de amostras de teste ou de validação, todavia sem tratamento adicional de outliers;

e) Qualidade da informação: quanto melhor a informação usada, melhor o modelo. Não foi identificável qualquer cuidado particular, como o ter em conta aspectos como a opinião dos auditores (em particular sobre quaisquer restrições ou limitações) ou o verificar as informações obtidas para detectar sinais de fraude contabilística (como a aplicação a lei de Benford ou identificação de Indicadores de alarme);

f) Pressupostos da selecção: além de todas as sensibilidades anteriores, o modelo também é definido pela opinião do analista sobre os rácios financeiros ou indicadores que devem ou não ser incluídos nele, bem como as suposições que esse faz em relação aos testes a serem realizados, as segmentações a serem feitas e outras medidas a serem implementadas para enfrentar os problemas que vão surgindo. todos seleccionam naturalmente as empresas activas como saudáveis. Para as empresas falidas, escolhem aquelas que, no período em análise, desapareceram, solicitaram a liquidação oficial ou qualquer outro enquadramento legal para a gestão assistida e proteção aos credores (Lei de Falências, Lei de Sociedades, Capítulo 10 ou 11, ou qualquer Legislação equivalente no país que se aplicaria à empresa). Em alguns casos, as empresas falidas são aquelas cujo Capital Próprio < 0 , que é o mesmo que dizer Ativo $<$ Passivo. A importância dos parâmetros legais pode ser claramente vista na segmentação da amostra, todavia a

inclusão de parâmetros que possam separar as empresas de forma diferente poderá revelar-se benéfica.

5.3. Os Modelos de Previsão

Muitos são os modelos desenvolvidos ao longo dos anos, nas mais variadas latitudes e para os mais diferentes sectores, dos quais cumpre-nos destacar, dos de Análise Discriminante, o Z-Score de Altman de 1968, por ter sido o precursor, o de Matias (1982) e o de Carvalho das Neves e Silva (1998), por segundo Peres (2014) serem os mais eficientes para a previsão quando aplicados a amostras de empresas portuguesas.

5.3.1. Modelo de Z de Altman (Z-score)

De acordo com Silva (2011) e Mares (2001), e conforme indicado anteriormente, Edward Altman desenvolveu em 1968 um indicador denominado Z-Score, composto por 5 factores discriminantes relacionados com liquidez, rendibilidade, alavancagem, solvabilidade e actividade, tendo sido pioneiro no estudo da falência empresarial.

Em consonância com os anteriores, Nunes (2012), diz-nos que para desenvolver o seu modelo Altman utilizou uma amostra emparelhada de 66 empresas que entre 1946 e 1965, 33 tinham falido, continuando as remanescentes em actividade.

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

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

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

Equação 2. Equação Z-Score Altman 1968

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

X₁=Fundo de Maneio / Activo Total

X₂=Resultados Retidos/Activo Total

X₃=Resultado Antes de Juros e Impostos / Activo Total

X₄=Capital Próprio / Passivo Total

X₅=Vendas / Activo Total

O resultado obtido pela aplicação deste modelo deve ser validado segundo o limite inferior de $Z < 1,23$ onde a empresa terá elevada probabilidade de falência, sendo que por outro lado se o valor da classificação $Z > 2,9$ a empresa estará então saudável. Contudo caso $1,23 < Z < 2,9$ a empresa não tem então uma tendência definida estando numa “zona cinzenta” e como tal com classificação indefinida.

Esta formulação, de acordo com o autor, para a sua amostra de base, até um ano antes da ocorrência da falência empresarial, tem 91% de classificações correctas para a sub-amostra das empresas falidas e 97% para a das não falidas.

5.3.2. Modelo de Matias

Modelo de Matias segundo Queiroz, Silva, Filho e Libonati (2007) em consonância com Nunes (2012), Alberto Borges Matias aperfeiçoou em 1982 o modelo que havia desenvolvido em 1976. No seu desenvolvimento utilizando uma amostra de 100 empresas de diferentes sectores de actividade, das quais metade eram consideradas saudáveis, encontrando-se as restantes classificadas como empresarialmente falidas. O modelo apresenta-se então com a seguinte formulação:

Equação 3. Equação Matias 1982

$$Z = 23,792X_6 - 8,260X_7 - 9,868X_8 + 0,764X_9 + 0,535X_{10} + 9,912X_{11}$$

X_6 =Capital Próprio / Activo Total

X_7 =Financiamentos Obtidos / Activo Circulante

X_8 =Fornecedores / Activo Total

X_9 =Activo Circulante / Passivo Circulante

X_{10} =Resultado Operacional / Resultado Antes de Impostos

X_{11} =Caixa e Equivalentes de Caixa / Activo Total

Este modelo tem o seu ponto de corte no valor zero, sendo que caso $Z \geq 0$ indica-nos que a empresa se apresenta como saudável e se $Z < 0$ então a empresa encontra-se em situação de falência.

Quanto ao nível de classificações correctas, este modelo apresenta 70% para as empresas saudáveis e 77% para as que se encontram em situação de falência.

5.3.3. Modelo de Carvalho das Neves

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

Analisou 70 rácios, referenciados anteriormente em estudos de outros autores, acrescidos de 11, dos mais frequentemente utilizados em Portugal pelos analistas financeiros, procurando então, através da Análise Discriminante, definir um modelo que separasse de forma eficiente empresas com saúde financeira das outras que se encontravam em situação financeiramente fragilizada, chegando à seguinte função:

Equação 4. Equação Modelo Carvalho das Neves

$$Z = 0,950 + 2,518X_2 + 1,076X_{12} + 5,566X_{13} - 0,00254X_{14} + 0,156X_{15}$$

X_2 =Resultados Retidos / Activo Total

X_{12} =Activo Circulante / Activo Total

X_{13} =Cashflow / Activo Total
 X_{14} =Estado e Outros Entes Públicos Total / Vendas * 365
 X_{15} =Financiamentos Obtidos / Activo Circulante

Para esta função o autor definiu o ponto crítico em $Z2 = 0,37$, as empresas que apresentem um valor de $Z2 \geq 0,37$ serão classificadas como estando em situação normal sendo as que fiquem abaixo deste valor classificadas como falidas. Este modelo apresenta uma taxa de eficácia de classificação de 66,3% para as empresas em situação difícil e de 85,9% para as empresas consideradas como tendo saúde financeira, tendo implícito erros de Tipo I de 33,7% e de Tipo II de 14,1%.

6. Evolução do Número de Falências e dos Processos de Recuperação em Portugal

No presente capítulo pretendemos avaliar em que medida a crescente preocupação e investimento realizado na investigação dos processos de falência e recuperação tem tido um contributo positivo para a redução do número de falências em Portugal.

Para realizar esta análise observou-se a evolução das insolvências ao longo da última década, bem como do sucesso dos programas de enquadramento dos processos de recuperação no nosso país.

6.1. Evolução do Número de Falências

Na tabela seguinte pode observar-se a evolução do número de falências e de empresas em actividade registadas anualmente pelo observatório Rácius.

Tabela 2. Evolução do número de falências e de empresas em actividade

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Falências	2895	4103	5235	6317	6857	9449	10212	9227	9927	9498	8299
Empresas em actividade	644879	662604	647505	629430	641433	640135	646095	660560	660314	669840	668244

Fonte: Observatório Rácius – Estatísticas sobre Mundo Empresarial em Portugal.

Como pode observar-se há uma tendência geral para o aumento do número de empresas em actividade e um crescimento em valor absoluto do número de falências até 2013, ano em que a tendência se inverteu.

Na tabela seguinte compara-se a evolução do número de falências com o número de empresas em actividade.

Tabela 3. Evolução do número de falências (%)

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Evolução anual do numero de insolvências (%)	n.s.	41,73%	27,59%	20,67%	8,55%	37,80%	8,07%	-9,65%	7,59%	-4,32%	-12,62%
Nº de insolvência por empresas em actividade	0,45%	0,62%	0,81%	1,00%	1,07%	1,48%	1,58%	1,40%	1,50%	1,42%	1,24%

Fonte: Observatório Rácius – Estatísticas sobre Mundo Empresarial em Portugal.

Da análise dos quadros conclui-se que o peso relativo das insolvências no total de empresas em actividade aumentou até há cerca de cinco anos, tendo vindo a reduzir-se desde então de forma suave, apresentando, no entanto, uma percentagem de 1,24% de empresas falidas face ao total de empresas, valor muito superior ao verificado há uma década (0,45% em 2017).

6.2. Evolução do Número de Processos de Recuperação

De modo a avaliar o grau de sucesso dos processos de recuperação ao longo dos últimos anos centrámos a nossa análise no conjunto de PER (Processo Especial de Revitalização) apresentados e bem sucedidos ao longo dos três primeiros anos. A análise não envolveu os anos de 2016 e 2017 dado que não existe informação disponível para esses anos.

O regime jurídico do PER, que entrou em vigor em 2012, correspondeu, portanto, a uma grande aposta das entidades oficiais portuguesas no sentido de desenvolver um mecanismo que possibilitasse facilitar o processo de recuperação de empresas potencialmente insolventes quer em tempo quer em grau de sucesso, medido pelo número de processos com projecto de recuperação aceite pelos credores ou seja homologado.

Nos três primeiros anos de aplicação do PER foram instaurados 2814 processos especiais de revitalização, com uma distribuição relativamente estável ao longo do tempo como pode observar-se na tabela seguinte:

Tabela 4. Número de PER instaurados nos primeiros anos de aplicação

Ano	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2014	2014	2014	2014	2015	2015
Trimestre	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º
Valor do período	29	150	189	233	283	228	261	245	224	188	249	292	243
Acumulado	29	179	368	601	884	1112	1373	1618	1842	2030	2279	2571	2814

Fonte: CITIUS, Informa DB e SABI.

Como pode observar-se, decorrido o período inicial, o número de PER instaurados anualmente tende a ser estável. Esta realidade está em linha com o que se observa para o número de empresas em actividade (Tabela 2), assim sendo a medida tem mantido o seu contributo no que concerne à utilização, por parte da empresa, da medida disponibilizada.

Na tabela seguinte pode constatar-se a taxa de sucesso, medida pelo número de processos homologados, tendo por referência o número de projectos submetidos, observada ao longo do tempo.

Tabela 5. Taxas de Sucesso dos PER nos Primeiros Três Anos

Ano	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2014	2014	2014	2014	2015	2015
Trimestre	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º
Valor do período	50%	76%	61%	54%	50%	55%	50%	54%	54%	51%	40%	46%
Acumulado	50%	74%	64%	58%	55%	55%	54%	54%	54%	53%	51%	51%

Fonte: CITIUS, Informa DB e SABI.

Da leitura do quadro pode observar-se que, em média um pouco mais de metade dos PER instruídos e concluídos são homologados ou seja são garantidas as condições para que o processo de revitalização se desenvolva com esse enquadramento, ou seja, com protecção judicial e o apoio dos credores que votaram a favor ou vencidos, já que a partir do momento em que é homologado, todos ficam obrigados ao seu cumprimento desde que a empresa não o incumpra.

6.3. Contributo da Investigação e do Quadro Legal para a Minimização da Problemática da Insolvência

Da avaliação do conteúdo das duas secções anteriores podemos concluir que, apesar do esforço continuado no plano da investigação nacional e internacional e no plano jurídico

e embora se observem evoluções positivas ao longo do passado recente, ainda assim a falência e os processos de recuperação continuam a ter uma importância significativa no tecido empresarial e na economia portuguesa.

O número de falências ultrapassa anualmente 1% do número de empresas em actividade e os processos de recuperação têm uma taxa de sucesso na sua primeira fase (homologação) em torno dos 50%. Note-se que destes uma parte significativa não levará a empresa à recuperação, já que esta acaba por incumprir o preceituado no relatório ao longo dos anos em que este enquadra o funcionamento da empresa.

7. Conclusões

Embora assistamos à trivialização em curso do termo falência, não devemos esquecer que o incumprimento, por uma empresa, das suas obrigações ou compromissos para com os credores era, no passado, considerado como uma falha grave, implicando pesadas sanções. O facto de hoje estas sanções deixarem de ter o peso social que tinham, assumindo-se uma postura mais construtiva, não significa que o seu impacto na economia seja menor.

Consequentemente, as técnicas apresentadas neste trabalho representam um contributo valioso para prever, com precisão, a falência e assim ajudar a manter condições económicas estáveis.

O envolvimento de uma pluralidade de técnicos, na elaboração do mapeamento financeiro, na validação da congruência dos pressupostos de base deste e da fiabilidade da informação prestada mostra-se essencial para o sucesso destes processos. Hoje, todos os mecanismos promovidos pelo estado giram, dentro do estudo da falência empresarial e da sua recuperação, em torno de uma premissa de base: a continuidade (*going concern*) e em particular o seu teste a priori, evitando assim custos elevados e efeitos colaterais ao nível da desvirtuação da sã concorrência.

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

No que concerne à análise da taxonomia da falência, causas, reacções, trajectórias e principais factores influenciadores do insucesso da recuperação conclui-se que a mudança observada nas últimas décadas não é significativa, apesar do empenho de investigadores, governantes e legisladores em promover, com carácter proactivo, mecanismos de identificação antecipada destas situações, o nível de sucesso destes processos é ainda muito baixo.

Dos vários modelos de suporte à previsão de falência os que, ainda hoje, se mostram mais promissores são os modelos MDA originariamente desenvolvidos por Edward Altman e que hoje proliferam quer em número quer em autores.

Em regra, ao longo dos últimos sete anos, entre 1,0% e 1,6% das empresas em actividade em cada ano, enfrenta a falência. Valores preocupantes para o tecido empresarial nacional.

Também o número de casos de recuperação é baixo, tendo em conta que estes são os considerados à partida como passíveis de recuperação. De facto, apenas cerca de metade resiste à formalização e homologação do processo de recuperação.

As situações descritas levam-nos a concluir que apesar do muito trabalho realizado existe ainda muito por fazer para que a economia nacional deixe de pagar um preço elevado pela ineficiência das empresas, assegurando o regular funcionamento do mercado e a sã concorrência entre as empresas, aliviando os vários agentes económicos do peso que esta dura realidade acarreta.

Referências bibliográficas

- Agarwal, V. & Taffler, R. J. (2008). Comparing the Performance of Market-Based and Accounting-Based Bankruptcy Prediction Models. *Journal of Banking and Finance*, 32(8) 1541-1551.
- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4) 589-609.
- Altman, E. (1983). Corporate Financial Distress. *A Complete Guide to Predicting, Avoiding and Dealing with Bankruptcy*. New York: J. Wiley.
- Altman, E. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta Models. *Journal of Finance*.
- Antão, M. A. G. (2011). Desenvolvimento de Procedimentos Analíticos para Apoio à Recuperação de Empresas em Situação de Insolvência. Lisboa: Universidade Lusíada, *Tese Doutoramento*.
- Argenti J. (1976). Corporate Collapse: The Causes and Symptoms. Londres: Mcgraw-Hill.
- Aziz, A., Emanuel & D. C., Lawson, G. H. (1988). Bankruptcy Prediction – An Investigation of Cash Flow Based Models. *Journal of Management Studies*, 25(5) 419-437.
- Bardos, M. (1995). Détection Précoce des Défaillances à Partir des Documents Comptables. *Bulletin de la Banque de France*. 114 57-71.
- Barros, G. C. O. (2008). Modelos de Previsão da Falência de Empresas: Aplicação Empírica ao Caso das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas. Lisboa: Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, *Dissertação de Mestrado*.
- Bastin, J. (1994). O Seguro de Crédito: a Protecção Contra o Incumprimento. *Cosec Depósito Legal 78695/94*.
- Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting: Selected Studies. *Journal of Accounting Research*, 4 71-111.
- Beer, M. & Nohria, N. (2001). Cracking the Code of Change, *Harvard Business Review on Turnarounds*, Harvard Business School Publishing Corporation.

- Begley, J. & J. Ming, S. Watts (1996). Bankruptcy Classification Errors in the 1980s: An Empirical Analysis of Altman's and Ohlson's Models. *Review of Accounting Studies*, 1 267-84.
- Bellovary, J., Giacomino, D., Akers, M. (2007) A Review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930 to Present. *Journal of Financial Education*, 33.
- Bescos, P. L. (1987). Défaillance et Redressement des P.M.I.: Recherche des Indices et des Causes de Défaillance. *Cahier de Recherche du Cereg*, 8701.
- Boritz, J. E., Kennedy, D. B., Sun J. Y. (2007). Predicting Business Failure in Canada. *Accounting Perspectives*, 6(2) 141-165.
- Brilman, J. (1986). Gestion de Crise et Redressement D'entreprises. *Edition Hommes et Techniques*.
- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2010). Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill.
- Breia, A. F. (2013). Gestão de Riscos de Crédito. As Empresas e as Famílias num Mundo em Mudança, *Conferência de Finanças Empresariais, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa*.
- Breia, A. F., Mata, N. N. S. & Pereira, V. M. M. (2014). Análise Económica e Financeira: Aspectos Teóricos e Casos Práticos, Lisboa: Rei dos Livros.
- Bresser-Pereira, L. C, Rícupero, R., Ocampo, J. A, Nassif, L. (2008). A Crise Internacional e seu Impacto no Brasil. *Estudos Avançados*, 22(64).
- Cascio, G. L. (1988). Concordato Preventivo e Conservazione Dell'impresa, Df, 4 543.
- Carvalho, P. M. T. (2013). Continuidade: Estudo de um Caso. Revisores e Auditores, *Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas*, 63.
- Carvalho Das Neves, J. & Silva, J. A. (1998). Análise do Risco de Incumprimento: Na Perspectiva da Segurança Social.
- Carvalho Das Neves, J. (2012). Análise e Relato Financeiro. Texto Editores.
- Casta J.F. & Zarbib J.P. (1979). Prévoir la Défaillance des Entreprises. *Revue Française de Comptabilité*, 97 506-527.
- Castagna, A. & Z. Matolcsy (1981). The Prediction of Corporate Failure: Testing the Australian Experience. *Australian Journal of Management*, 6(1) 23-50.
- Código das Sociedades Comerciais. Procuradoria-Geral Distrital de Lisboa.
- Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência. Procuradoria-Geral Distrital de Lisboa.
- Código de Insolvência e Recuperação de Empresas – Textos de Apoio (2004). Direcção Geral da Administração da Justiça. Ministério da Justiça.

- Cohen E. (1994). *Analyse Financière*, Paris: Ed. Economica.
- Collongues, Y. (1977). Ratios Financiers et Prévision des Faillites dans les Petites et Moyennes Entreprises. *Revue de Banque*, 365.
- Conan, J. & Holder M. (1979). Variables Explicatives de Performances et Contrôle de Gestion dans les P.M.I. Paris-Dauphine, Thèse D'Etat-Université.
- Cook, R. A. & Nelson, J. L. (1988). A Conspectus of Business Failure Forecasting. [Em Linha]. [Consult. 15 Mar. 2017] disponível em: <http://www.sbaer.uca.edu/research/sbida/1988/pdf/22.pdf>.
- Correia, C. S. V. (2012). *Previsão da Insolvência: Evidência do Sector da Construção*. Aveiro: Universidade De Aveiro, Dissertação de Mestrado.
- Daigne, J.F. (1986). *Management en Période de Crise, Aspect Stratégiques, Financiers et Sociaux*, les Éditions D'organisation.
- Decreto 21758, Diário do Governo 248/1932, Série I.
- Dwor-Frécaut, D, F. X. Colaço, M. Hallward-Driemeier (2000). *Asian Corporate Recovery: Findings from Firm-Level Surveys in Five Countries*, World Bank Publishers.
- Divsalar, M., Javid, M. R., Gandomi, A. H., Soofi, J. B., Mahmood, M. V. (2011). Hybrid Genetic Programming-Based Search Algorithms for Enterprise Bankruptcy Prediction. *Applied Artificial Intelligence: an International Journal*, 25:8 669-692.
- Edmister, R. A. (1970). *Financial Ratios as Discriminant Predictors of Small Business Failure*, The Ohio University.
- El Hennawy, R. H. A. & Morris, R. C. (1983). The Significance of Base Year in Developing Failure Prediction Models, *Journal of Business Finance & Accounting*, 10(2) 209-223.
- Enguñados, A. M. (1995) Utilidad de Los Modelos de Prediccion de la Crisis Empresarial. *Revista Española de Financiacion y Contabilidad*, 24(83) 281-300.
- Frydman, H., E. Altman, D. Kao. (1985). Introducing Recursive Partitioning for Financial Classification: the Case of Financial Distress. *Journal of Finance*, 40(1) 269-291.
- García, D., Arqués, A., Calvo-Flores, A. (1995). Un Modelo Discriminante para Evaluar el Riesgo Bancario en los Créditos a Empresas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24(82) 175-200.
- Giordano Y. (1986). Indicateur Synthétique de Positionnement: un Nouvel Outil de Gestion Pour la Firme. *Revue Banque*, 456 879-884.
- Grice, J.S. & Ingram, R.W. (2001). Tests of the Generalizability of Altman's Bankruptcy Prediction Model. *Journal of Business Research*, 54(1) 53-61.

Hughes, S. (1993). *Bankruptcy Prediction Models*. *Credit Control Journal*, 14(11) 16-23.

Instituto Nacional de Estatística - Sistema de Contas Integradas das Empresas (2013). Taxa de Natalidade % das Empresas Por Localização Geográfica (Nuts - 2002) e Atividade Económica (Divisão - Cae Rev. 2.1); Anual [Em Linha]. [Consult. 15 Mar. 2017]. Disponível em: http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=ine&xpgid=ine_indicadores&indocorrkod=0005878&contexto=bd&seltab=tab2.

Instituto Nacional de Estatística - Sistema de Contas Integradas das Empresas 2013, Taxa de Mortalidade % das Empresas por Localização Geográfica (Nuts - 2002) e Atividade Económica (Divisão - Cae Rev. 2.1); Anual [Em Linha]. [Consult. 15 Mar. 2017]. Disponível em: http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=ine&xpgid=ine_indicadores&indocorrkod=0005878&contexto=bd&seltab=tab2.

Iberinfor - Insolvências e Constituições em Portugal, [Em Linha]. [Consult. 10 Out. 2017]. Disponível em: https://iberinform.pt/FAS?nome=Constituicoes_Insolvencias_2017_set.pdf.

Informa DB, [Em Linha]. [Consult. 15 Mar. 2018]. Disponível em: <https://www.informadb.pt/>.

Lendrevie, J., D. Lindon, R. Laufer, Mercator, (1979). *Theorie et Pratique du Marketing*, Editions Dalloz Gestion.

Thibaut, J. P. (1989). *Le Diagnostic D'entreprise. Guide Pratique*. Société D'edition et de Diffusion Pour L'information.

Kahya, E. & P. Theodossiou (1999). Predicting Corporate Financial Distress: a Timeseries Cusum Methodology. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 13(4) 323-345.

Koenig, G. (1985). *Entreprises en Difficultés: des Symptômes aux Remèdes*. *Revue Française de Gestion*, 86.

Koh, H. & L. Killough. (1990). The Use of Multiple Discriminant Analysis in The Assessment of The Going-Concern Status of an Audit Client. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(2) 179-192.

Laffarga J., Martín, J.L., Vázquez, M.J. (1987). Predicción de la Crisis Bancaria Española: la Comparación Entre el Análisis Logit y el Análisis Discriminante. *Cuadernos de Investigación Contable*, 1(1) 103-110.

Lee, C. F. (1985). *Financial Analyses and Planning: Theory and Applications*, Reading Mass. Addison-Wesley.

- Lizarraga D., F. (1998). Modelos de Predicción del Fracaso Empresarial: ¿Funciona entre Nuestras Empresas el Modelo de Altman de 1968? *Revista de Contabilidad*,1(1) 137-164.
- L. C. Fernandes & J. Labareda, (1994). Edição Comentada e Anotada do Novo Código de Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência (Dec. Lei 132/93 de 23/04) Lisboa: Quid Juris.
- Malécot, J. F. (1991). *Analyses Théorique des Défaillances D'entreprises. Une Revue de la Littérature.* Université de Paris Dauphine.
- Mares, A. I. (2001). Analisis de las Dificultades Financieras de las Empresas en una Economía Emergente: las Bases de Datos y las Variables Independientes en el Sector Hotelero de la Bolsa Mexicana de Valores. Barcelona: Universidade Autonoma de Barcelona, *Tese de Doutoramento*.
- Martins, M. S. (2003). A Previsão de Insolvência Pelo Modelo Cox: uma Contribuição para a Análise de Companhias Abertas Brasileiras. Porto Alegre: Universidade Federal de Rio Grande do Sul, *Dissertação De Mestrado*.
- Observatório Raciús – Estatísticas sobre Mundo Empresarial em Portugal. [Em Linha]. [Consult. 15 Mar. 2018]. Disponível em: <https://www.racius.com/observatorio/>.
- Portal CITIUS [Em Linha]. [Consult. 15 Mar. 2018]. Disponível em: <https://www.citius.mj.pt/>.