



Universidade do Minho

Escola de Economia e Gestão

Eduarda Liliana Silva Duarte

**Valor patrimonial de balanço e valor de
liquidação das empresas insolventes em
Portugal no pós-crise de 2008**

Dissertação de Mestrado

Mestrado em Economia Monetária Bancária e Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação da

Professora Doutora Cristiana Cerqueira Leal

Outubro de 2018

DECLARAÇÃO

Nome: Eduarda Liliana Silva Duarte

Endereço eletrónico: eduardalilianaduarte@gmail.com **Telefone:** 913813255

Número do Cartão de Cidadão: 14842815

Título dissertação: Valor patrimonial de balanço e valor de liquidação das empresas insolventes em Portugal no pós- crise de 2008

Orientador: Professora Doutora Cristiana Cerqueira Leal

Ano de conclusão: 2018

Designação do Mestrado: Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA TESE/TRABALHO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO QUE A TAL SE COMPROMETE.

Universidade do Minho, 31 de outubro de 2018

Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

“Cem vezes todos os dias lembro a mim mesmo que a minha vida, interior e exterior, depende dos trabalhos de outros homens, vivos ou mortos, e que devo esforçar-me a fim de devolver na mesma medida que recebi.”

Albert Einstein

Em primeiro lugar, o principal agradecimento é feito aos meus pais. Por todo o amor e educação que sempre me deram, por todo o esforço e dedicação que sempre tiveram, para que tudo isto fosse possível.

Um agradecimento muito especial à Professora Doutora Cristiana Cerqueira Leal, pela sua magnífica orientação. Toda a disponibilidade e acessibilidade da sua parte, bem como todo o seu conhecimento foram imprescindíveis para a realização desta dissertação.

Estendo os meus agradecimentos à Universidade do Minho, à Escola de Economia e Gestão e a todos os docentes que me acompanharam ao longo destes últimos cinco anos, por toda a sua excelência no ensino.

Por fim, como não podia deixar de ser, agradeço aos meus melhores amigos. Pelo apoio e por me fazerem acreditar, sempre

RESUMO

Uma grande parte dos negócios e empresas criadas não são bem-sucedidos. Em Portugal, especialmente após a crise de 2008, um grande número de empresas deparou-se com problemas de solvabilidade e, em sequência, entrou em insolvência. Se, por um lado, o processo de insolvência de uma empresa significa a eventual destruição de capacidade económica, por outro, a liquidação dos seus bens significa a criação de valor que permite ressarcir os credores, minimizando as perdas na economia.

A avaliação de negócios e empresas é fundamental para uma correta alocação de recursos. Existem várias abordagens de avaliação, nomeadamente: a perspectiva de mercado (avaliação da empresa pelo seu valor de mercado, na expectativa de continuidade); a perspectiva patrimonial (avaliação do seu património, comparando ativos e passivos) e a perspectiva de liquidação (valor de mercado atual dos seus ativos, numa lógica de liquidação e não continuidade da atividade da empresa). Diferentes perspetivas conduzem, normalmente, a valores de avaliação diferentes.

O principal objetivo desta dissertação consiste em comparar o valor patrimonial reportado no balanço e o valor da dívida reclamada pelos credores com o valor de liquidação de empresas que incorreram em insolvência no período de 2008 a 2016.

Os resultados obtidos sugerem que o valor apurado da liquidação dos ativos das empresas insolventes da amostra corresponde apenas a cerca de 5% do valor dos ativos registados no balanço e que o produto resultante da liquidação somente permite a satisfação dos credores em 9% dos seus créditos reclamados. Assim, o ativo total das empresas em estudo corresponde a 581 751 351,78€ e os créditos reclamados remontaram ao valor de 329 919 005,82€. No entanto, o produto da liquidação dos ativos das empresas em estudo resultou em apenas 30 102 288,75€.

Palavras-Chave: Insolvência, Recuperação de Empresas, Avaliação de Ativos, Valor Patrimonial, Valor de Liquidação.

ABSTRACT

A large number of businesses and companies founded are not successful. In Portugal, especially after the 2008 crisis, a large number of companies faced solvency problems and, as a result, declared insolvency. If, on one hand, a company's insolvency process means an eventual destruction of economic capacity, on the other hand, the liquidation of its assets means the creation of value that allows the payment of creditors, minimizing losses in the economy.

Business and company's valuation is important to an appropriate allocation of their resources. There are several approaches to valuing them, i.e. the market perspective (valuing the company's market value as a going concern); the equity perspective (analysis of its assets, comparing assets and liabilities) or the liquidation perspective (current market value of its assets, in a liquidation scenario). Different perspectives usually lead to different valuation values.

The main purpose of this dissertation is to compare the value of the balance sheet and the amount claimed by the creditors with the liquidation value of the companies that have declared insolvency since 2008 to 2016.

The results obtained suggest that, the value of the liquidation of the insolvent companies' assets only corresponds to thereabout 5% of the value of the assets verified in their balance sheet. The liquidation value of the assets only corresponds to 9% of the value claimed by the creditors. Thus, the total assets of the companies correspond to 581 751 351,78€. The value claimed by the creditors was 329 919 005,82€. However, the value resulted from the liquidation process was only 30 102 288,75€.

Key Words: Insolvency, Company's Recovery, Asset Value, Equity Value, Liquidation Value.

ÍNDICE

DECLARAÇÃO	ii
AGRADECIMENTOS	iii
RESUMO	v
ABSTRACT	vii
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	xi
ÍNDICE DE TABELAS.....	xiii
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	xv
CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO II – ENQUADRAMENTO TEÓRICO E LEGAL.....	5
2.1. A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	5
2.1.1. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS SOB A PERSPETIVA DE MERCADO.....	8
2.1.2. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS SOB A PERSPETIVA PATRIMONIAL	9
2.1.3. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS SOB A PERSPETIVA DE LIQUIDAÇÃO	10
2.2. A INSOLVÊNCIA EM PORTUGAL	11
2.2.1. CONCEITO DE INSOLVÊNCIA.....	12
2.2.2. PROCESSO DE INSOLVÊNCIA.....	14
CAPÍTULO III – ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO	33
3.1. CONTEXTO MACROECONÓMICO INTERNACIONAL.....	33
3.2. CONTEXTO MACROECONÓMICO NACIONAL	35
CAPÍTULO IV – METODOLOGIA.....	41
CAPÍTULO V – DADOS	45
5.1. DEFINIÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO UNIVERSO.....	45
5.2. DEFINIÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA	47
CAPÍTULO VI – ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS.....	51
6.1. RELAÇÃO ENTRE OS RÁCIOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS E A SITUAÇÃO DE INSOLVÊNCIA	51
6.2. RELAÇÃO ENTRE OS DADOS DO BALANÇO E A SITUAÇÃO DE INSOLVÊNCIA.....	57
6.3. RELAÇÃO ENTRE OS DADOS FINANCEIROS E OS DADOS DAS INSOLVÊNCIAS.....	63

6.3.1.	RELAÇÃO ENTRE ATIVO E VALOR DE LIQUIDAÇÃO	63
6.3.2.	RELAÇÃO ENTRE VALOR DA DÍVIDA E DÍVIDA RECLAMADA PELOS CREDORES.....	66
6.3.3.	RELAÇÃO ENTRE VALOR DE LIQUIDAÇÃO E DÍVIDA RECLAMADA PELOS CREDORES	
	69	
CAPÍTULO VII – CONCLUSÃO		73
BIBLIOGRAFIA		77
ANEXOS		83

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Número de insolvências decretadas nos tribunais judiciais de 1ª instância por ano, no período de 2007 a 2016.....	38
Gráfico 2 – Distribuição das empresas insolventes do universo de dados por ano.	46
Gráfico 3 – Número de empresas insolventes da amostra por ano.....	48
Gráfico 4 – Número de empresas insolventes da amostra por distrito.	48
Gráfico 5 – Número de empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.	49

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Endividamento das famílias medido em percentagem do rendimento disponível do país.	34
Tabela 2 – Média dos rácios de rendibilidade, estrutura ou endividamento, liquidez e solvabilidade, das empresas insolventes da amostra em geral e por setores de atividade económica.	52
Tabela 3 – Ativo corrente e existências das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.....	55
Tabela 4 – Ativo e passivo (corrente, não corrente e total) das empresas insolventes da amostra.....	59
Tabela 5 – Estatísticas descritivas do fundo de maneio das empresas insolventes da amostra em geral e por setor de atividade económica.	60
Tabela 6 – Ativo e passivo das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.	61
Tabela 7 – Estatísticas descritivas do capital próprios das empresas insolventes da amostra em geral e por setor de atividade económica.	62
Tabela 8 – Valor médio do resultado líquido do exercício das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.	63
Tabela 9 – Ativo e valor de liquidação dos ativos das empresas insolventes da amostra.....	65
Tabela 10 – Ativo das empresas insolventes da amostra cujo processo encerrou por insuficiência de massa.	66
Tabela 11 – Passivo e dívida reclamada pelos credores das empresas insolventes da amostra.....	68
Tabela 12 – Dívida reclamada pelos credores das empresas insolventes da amostra, cujo processo encerrou por insuficiência de massa.	70
Tabela 13 – Dívida reclamada pelos credores e valor total de liquidação dos ativos de todas as empresas insolventes da amostra.	71

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AI – Administrador de Insolvência

APB – Associação Portuguesa de Bancos

CAE – Código da Atividade Comercial

CBBP – Central de Balanços do Banco de Portugal

CIRE – Código da Insolvência e da Recuperação da Empresa

CPC – Código do Processo Civil

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DGPJ – Direção Geral da Política da Justiça

EUA – Estados Unidos da América

NCRF – Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro

NIF – Número de Identificação Fiscal

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

UE – União Europeia

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

A avaliação¹ de negócios e empresas torna-se cada vez mais um processo de grande importância. Segundo Bastardo e Gomes (1996), o principal objetivo da avaliação de uma empresa é a determinação do seu valor, tendo em conta a sua situação particular. Este processo é fundamental para todas as partes interessadas na boa gestão das empresas, nomeadamente para os gestores, credores, investidores, entre outros (Lindo, 2015).

De acordo com Monteiro (2012),

a avaliação de uma empresa em funcionamento pressupõe a continuidade da sua atividade por um período relativamente ilimitado; pelo contrário, a avaliação de uma empresa em liquidação assenta na paragem da sua atividade e na alienação do seu património, de forma programada ou forçada.

(p.7)

Existem várias abordagens de avaliação de negócios e empresas, aplicadas sob diversas perspetivas, nomeadamente sob a perspetiva de mercado, patrimonial e de liquidação. A existência de diferentes perspetivas conduz, normalmente, a valores de avaliação diferentes. Ainda, o processo de avaliação parte de premissas e estimativas, fazendo com que algumas empresas possam incorrer do risco de estarem subavaliadas ou sobre avaliadas. É neste aspeto que se traduz a complexidade deste processo.

Nos últimos anos, particularmente após a crise financeira internacional de 2008, Portugal tem sofrido profundas alterações no seu sistema económico e financeiro. Este facto acaba por se retratar no seu tecido empresarial, onde um elevado número de empresas se deparou com graves problemas de solvabilidade e, conseqüentemente, entraram em insolvência.

Se por um lado, o processo de insolvência de uma empresa significa a eventual destruição de capacidade económica, por outro, a liquidação dos seus bens representa a criação de valor que permite indemnizar

¹ "A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica." (Neves, 2002, p.3)

credores e minimizar perdas na economia. No entanto, em regra, o produto resultante da liquidação dos bens de uma empresa insolvente não é suficiente para uma indemnização íntegra dos seus credores.

Deste modo, o principal objetivo deste estudo consiste em comparar o valor patrimonial de balanço e o valor da dívida reclamada pelos credores com o valor de liquidação das empresas que incorreram em insolvência desde 2008 até 2016.

Para a concretização deste objetivo efetua-se, preliminarmente, a descrição do processo legal de insolvência em Portugal e do enquadramento macroeconómico, com o objetivo quer de compreender melhor o funcionamento do processo de insolvência em Portugal, quer de perceber o contexto económico e financeiro em que Portugal estava inserido no período em análise, nomeadamente através da caracterização quantitativa das insolvências em Portugal. Procede-se ainda à análise da evolução temporal das insolvências por ano, região e setor de atividade económica.

Foram identificadas 20444 declarações de insolvência, decretadas entre 2008 e 2016, e cujo processo de insolvência tenha sido encerrado até agosto de 2017. Foram aplicados filtros, identificando as empresas para as quais houvesse dados financeiros disponíveis e que tivessem valores de ativo corpóreo (ou ativo imobilizado no caso de serem imobiliárias) superior a 1 000 000,00€, tendo sido identificadas 593 empresas que cumprem este requisito. De seguida, através da solicitação de dados aos administradores de insolvência encarregues dos processos de insolvência em causa, bem como da consulta dos processos individuais de insolvência nos tribunais judiciais, foi obtida uma amostra de 147 empresas. Para estas foi construída uma base de dados compilando a informação financeira obtida através da Amadeus e a informação recolhida sobre o processo de insolvência. Na Amadeus foram recolhidos fundamentalmente dados de balanço e rácios de desempenho financeiro, enquanto que através dos administradores de insolvência e dos tribunais judiciais foram recolhidos os valores de dívida reclamada e de liquidação.

No estudo empírico é efetuada uma análise comparativa entre rácios de rentabilidade, liquidez, estrutura e solvabilidade, com o objetivo de caracterizar a situação económica e financeiras das empresas da amostra, antes da declaração de insolvência. É também analisada a relação entre o passivo e o ativo das empresas da amostra, bem como outros elementos do balanço, com o objetivo de caracterizar a situação económica e financeira das empresas, na ótica da perspetiva patrimonial. De seguida compara-se os

valores das três dimensões centrais em análise: valor do ativo inscrito no balanço, valor de dívida reclamada e valor de liquidação da empresa.

Genericamente, pode concluir-se que o valor de liquidação é bastante inferior ao valor dos ativos reportado no balanço e que o valor económico da empresa insolvente, gerado por este valor de liquidação, se mostra insuficiente para uma indemnização, ainda que parcial, dos seus credores.

Este trabalho contribui para o conhecimento agregado do impacto das insolvências em Portugal no período 2008 a 2016, que tanto quanto é do nosso conhecimento, não se encontra ainda estudado.

Este trabalho está dividido em sete capítulos fundamentais. O segundo capítulo faz o enquadramento teórico e legal, focando duas vertentes fundamentais deste estudo: a avaliação de empresas e a insolvência em Portugal. Iniciando-se pela avaliação de empresas, nesta secção é explicada a importância de se efetuarem avaliações a negócios e empresas e são distinguidas três perspetivas de análise. No que concerne ao ponto das insolvências em Portugal, neste é exposto o conceito e situação de insolvência, bem como o processo legal. O terceiro capítulo diz respeito ao enquadramento macroeconómico, onde é abordada a crise financeira internacional de 2008 (contexto macroeconómico internacional) que contagiou a economia nacional e serviu como fio condutor para a exposição, ainda mais acentuada, das fragilidades do tecido empresarial português (contexto macroeconómico nacional). O quarto capítulo é constituído pela metodologia. Neste capítulo é explicado o método de recolha, tratamento e análise de dados. No quinto capítulo são apresentados e descritos os dados em análise. A análise e discussão de resultados está presente no sexto capítulo. Por fim, no sétimo e último capítulos desta dissertação, são apresentadas as principais conclusões deste estudo, assim como as suas limitações e possíveis sugestões para investigação futura.

CAPÍTULO II – ENQUADRAMENTO TEÓRICO E LEGAL

Neste capítulo é efetuada uma breve revisão de literatura que permitirá uma melhor compreensão acerca da temática em estudo. Para o efeito, centra-se este capítulo em duas secções: numa primeira fase aborda-se a temática relativa à avaliação de empresas sob as perspetivas de mercado, patrimonial e de liquidação, e numa segunda fase o tema das insolvências e o seu enquadramento legal em Portugal.

2.1. A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

“Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por um valor melhor em pleno funcionamento. Logo, o valor económico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas: em liquidação ou em continuidade.”²

Atualmente, grande parte dos negócios e empresas que são criados não são bem-sucedidos. Todos os dias, deparamo-nos com notícias que dão conta de empresas que são compradas e vendidas por valores absolutamente distintos daqueles que correspondem ao seu património líquido (Müller e Teló, 2003).

Com a importância acrescida que as empresas têm numa economia global³, cada vez mais a informação assume um papel fundamental nos processos de tomada de decisão. Mazzioni *et al.* (2006) consideram que o ambiente, cada vez mais globalizado e competitivo em que as empresas estão inseridas, torna passível a ocorrência, com maior regularidade, de mudanças na sua estrutura patrimonial, e é nesta perspetiva que se considera importante proceder à respetiva avaliação das mesmas. Tournier e Tournier (2002) assumem que são numerosos os casos em que se torna importante avaliar uma empresa.

O processo de avaliação de empresas desempenha um papel muito importante na atualidade, sendo considerada uma variável fundamental no comportamento estratégico de uma empresa. Neves (2002)

² (Martins, 2001, p.264)

³ “No âmbito da realidade organizacional, as empresas surgem como o principal veículo da atividade económica e, por conseguinte, como as organizações mais relevantes e com maiores repercussões nas nossas vidas.” (Vaz, 2014, p.9)

refere que este processo pretende determinar o valor de uma empresa, cujo objetivo seja a atividade económica, podendo evidenciar-se que o propósito da avaliação de uma empresa é a obtenção de uma estimativa do seu justo valor de mercado.

Barbosa (2016) defende que uma avaliação consistente deve revelar, de modo equilibrado, as potencialidades e perspetivas da empresa em análise. Não há, no entanto, uma solução perfeita que permita determinar a verdadeira valia de uma empresa. Existe, sim, uma série de modelos que permitem estimar esse valor através da combinação de vários indicadores, geralmente considerados os mais precisos e consistentes. A existência de diferentes abordagens de avaliação de empresas torna este processo um tema bastante complexo e controverso, mas de enorme importância prática. Damodaran (1997) afirma que a dificuldade no processo de avaliação de uma empresa não está no facto de não existirem modelos suficientes para avaliar um investimento, mas por existirem demais.

Este é considerado um processo difícil, subjetivo e sempre incerto, dado o pressuposto de que o mercado não é perfeito e, deste modo, existirem assimetrias de informação. Todavia, segundo Myers *et al.* (2008), mesmo que se considerasse um mercado eficiente, não seriam verificadas diferenças entre o valor estimado futuro e o valor atual de uma empresa, isto porque o comportamento dos agentes estaria alinhado com o comportamento do mercado e, deste modo, o mercado seria considerado perfeito.

A discussão sobre o modelo ideal de avaliação de empresas continua a despoletar o interesse de vários investigadores e académicos. No entanto, Damodaran (1997) salienta que não existe um modelo que seja considerado melhor ou mais adequado. Reis (2014) defende que todos os modelos disponíveis possuem grandes limitações quer ao nível teórico, quer prático e, deste modo, pode afirmar-se que os vários modelos existentes não são substitutos, mas sim complementares uns dos outros, visto que cada um responde a determinados objetivos e análises (Barbosa, 2016; Müller e Teló, 2003). A escolha do método de avaliação de uma empresa dependerá de uma variedade de características da mesma. Damodaran (1997) chega a afirmar que, muitas vezes, os gestores só levam em consideração um modelo “ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo” (p.302).

Myers *et al.* (2008) defendem que compreender o que determina o valor de uma empresa e como o estimar é um pré-requisito para tomar decisões sensatas. Assim, é certo que o valor estimado de uma

empresa pode ser determinado através de qualquer um dos modelos existentes, contudo, como Müller e Teló (2003) citaram, “a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente” (p. 98). Para a avaliação de uma empresa, muitas vezes, utilizam-se modelos de avaliação sem ter em consideração as suas limitações e metodologias. É nesta perspetiva que é importante ter em conta que esta avaliação às empresas não compreende somente variáveis objetivas, mas também variáveis subjetivas. Apesar desta avaliação se basear em métodos e modelos quantitativos, esta não segue as premissas de uma ciência exata, o que acaba por conduzir a um valor estimado e não a um valor absoluto.

A estimação do valor de uma empresa pode ser obtida através de uma abordagem patrimonial. Este método é, geralmente, utilizado em situações específicas, nomeadamente, quando o propósito da avaliação é a determinação do valor de liquidação de uma empresa, em situação de falência, partindo do pressuposto que o custo de aquisição dos seus ativos são a base para a determinação do valor do seu negócio. Assim, o método de avaliação de uma empresa pela abordagem patrimonial pressupõe que o valor de uma empresa pode ser calculado pelo valor correspondente ao seu património líquido, reavaliado com base nos preços de mercado (perspetiva de mercado), pelo valor do património líquido registado no balanço (perspetiva patrimonial), ou pela soma dos valores de mercado em condições de liquidação (perspetiva de liquidação).

Ambos os métodos acima mencionados visam a busca de um valor económico justo, cujas características e competências da empresa em análise estejam em equilíbrio. No entanto, convém ter em conta que, embora os métodos sejam quantitativos, as avaliações compreendem premissas, objetivos e perspetivas que variam de acordo com o analista (aspectos subjetivos) e, nesse sentido, diferentes analistas, utilizando a mesma metodologia, poderão obter valores diferentes na avaliação da mesma empresa, o que faz com que o processo de avaliação seja um exercício condicionado a um conjunto de expectativas de quem a está a avaliar. No processo de avaliação, como menciona Müller e Teló (2003), não há como prescindir de uma certa subjetividade na definição de valor de uma empresa.

Assim, podemos concluir que o único momento em que se poderá obter o valor preciso de uma empresa é no momento da sua liquidação, caso contrário, o seu valor não passará de uma mera estimativa baseada na arte e na ciência (Vause, 2001).

2.1.1. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS SOB A PERSPETIVA DE MERCADO

A perspetiva de mercado consiste numa avaliação das empresas pelo seu valor de mercado e expectativa de continuidade⁴. Neste contexto, no caso de empresas cotadas, o valor de cotação do mercado é comumente utilizado. Todavia, este valor pode não ser representativo do verdadeiro valor da empresa em análise, devido à possibilidade de este poder ser adulterado por fatores internos e externos de crescimento da mesma.

O valor de mercado dos ativos é uma estimativa do preço pelo qual os ativos de uma empresa podem ser vendidos no mercado, à data, e são estimados a partir de outros ativos semelhantes. Como refere Barbosa (2016), a avaliação das empresas efetuada sob este método baseia-se no pressuposto de que os ativos semelhantes têm valores económicos semelhantes, o que significa que é possível avaliar, ou pelo menos comparar, uma empresa com outra que seja idêntica e que já tenha sido anteriormente avaliada.

A simplicidade e rapidez desta análise através do mercado, associada à pouca necessidade de informação, é uma das vantagens da utilização deste método. Brandão (2001) menciona que nesta perspetiva só são necessários dois indicadores para a obtenção do valor de uma empresa. Segundo o mesmo autor, este modelo baseia-se na multiplicação de uma grandeza ligada à exploração ou à situação patrimonial da empresa por um coeficiente correspondente a um rácio de outras empresas cotadas, com características análogas, e que compara o valor de mercado das empresas com a mesma grandeza de exploração ou de património.

Por outro lado, as desvantagens deste processo assentam no pressuposto de este poder conduzir a vários erros, visto ser praticamente impossível encontrar duas empresas exatamente iguais. Estas poderão até ser semelhantes, no entanto, tal não implica que sejam idênticas. Damodaran (1997) afirma que, para que as empresas possam ser comparáveis, estas têm que apresentar características de risco, crescimento e fluxo de caixa semelhantes, o que se torna praticamente impossível. Uma outra desvantagem prende-se à fiabilidade dos dados obtidos relativamente a certas empresas.

⁴ A avaliação de uma empresa segundo o princípio de continuidade, admite que esta opera de forma contínua e tem uma duração ilimitada, sendo avaliada como uma entidade com viabilidade económica, sem previsão de necessidade de liquidação ou interrupção no volume das suas operações. (Monteiro, 2013)

De acordo com Reis (2014), “para a maioria dos autores, o valor de cotação bolsista é o mecanismo que serve de referencial para os investidores e este é, assim, o referencial de mercado” (p. 7). Deste modo, é de esperar que o valor da cotação de mercado corresponda, consistentemente, ao valor real dos capitais próprios da empresa. Contudo, o mesmo autor afirma que a constante volatilidade de cotação e a incapacidade de obter coerência entre os valores das avaliações que são atribuídas, quer por agentes quer pelo mercado, demonstram que os modelos utilizados para este cálculo não estão a captar as informações mais relevantes. Como consequência desta má perceção, as avaliações das empresas são devastadas pelo seu valor de mercado.

Assim, pode concluir-se que o método de mercado, devido à sua utilização muito limitada, poderá ser utilizado como uma metodologia complementar a outros métodos (Neves, 2002; Fernandez, 2013).

2.1.2. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS SOB A PERSPETIVA PATRIMONIAL

A perspetiva patrimonial é baseada numa análise do património da empresa com propósito de continuidade, comparando o valor dos ativos e passivos através da análise do balanço. Deste modo, se o valor das empresas é baseado nas suas informações financeiras, então, pode-se afirmar que este é o valor contabilístico de uma empresa, ou seja, o equivalente ao seu património líquido.

Uma das desvantagens associadas a este método é apontada por Müller e Teló (2003), que afirmam que, se o valor de uma empresa é estimado através do valor dos seus ativos descritos no balanço, então, os analistas, ao utilizarem este método, estão a analisar a empresa de um ponto de vista estático que não contempla possíveis evoluções da mesma ao longo do tempo. Monteiro (2013) vai mais longe e argumenta que, embora se trate de uma análise de aplicação simplificada, o analista deverá ter a capacidade de não se focar numa visão meramente contabilística, mas também numa visão económica, apontando como algumas desvantagens o facto de os ativos estarem registados ao seu custo histórico⁵

⁵ “É muito importante ter presente, quando se lê um balanço, que os valores dos bens não representam o valor de venda, nem o valor de substituição dos bens, mas antes o seu valor de aquisição, eventualmente atualizado (...)” Carvalho (2005)

e também o fenómeno do leasing⁶, que é um excelente exemplo de entrave à avaliação das empresas por esta via.

Uma das soluções encontradas, para ultrapassar a barreira dos ativos estarem registados ao seu custo histórico, passa por se efetuar uma atualização dos valores do património da empresa para valores correntes, através da reavaliação dos seus ativos e passivos. Porém, este fator de atualização não se demonstra suficiente para extrapolar as carências apontadas a este tipo de análise.

Uma outra desvantagem apontada à utilização desta perspetiva assenta no facto de estes modelos não terem em conta fatores como o posicionamento de mercado, os recursos humanos e o comportamento organizacional das empresas, que de certo modo afetam o valor das mesmas e não está determinado no balanço.

Silva (1987) afirma que, apesar das desvantagens acima mencionadas, a determinação da situação financeira de uma empresa, através da análise do seu valor patrimonial, é uma informação bastante útil como ponto de partida para a avaliação de uma empresa. Ainda segundo o mesmo autor, o balanço tem um carácter marcadamente histórico, indo ao encontro do que foi acima mencionado. Assim, e como defende Monteiro (2012), os dados históricos não têm grande relevância para a avaliação do valor atual de uma empresa, a não ser como ponto de partida, como já foi mencionado.

Apesar de a utilização contabilística ser fundamental para eliminar os problemas associados à assimetria de informação, os modelos baseados na análise pela perspetiva patrimonial apresentam valores que em nada se assemelham com os valores de mercado.

2.1.3. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS SOB A PERSPETIVA DE LIQUIDAÇÃO

A perspetiva de liquidação compreende a análise do valor de mercado atual dos ativos da empresa, contrariamente às duas perspetivas anteriores, não numa lógica de continuidade, mas de não continuidade. Por outras palavras, o objetivo da avaliação de uma empresa por esta perspetiva é a

⁶ O leasing foi uma das primeiras e mais populares formas de transações exteriores ao balanço (Vause, 1977)

determinação do valor de liquidação da empresa, ou seja, quanto é que o mercado estaria disposto a pagar pelos ativos da empresa se estes fossem liquidados à data de hoje.

O valor de liquidação é o correspondente ao valor de uma empresa liquidada, que coloca termo à sua atividade, e que vende todos os seus ativos, pagando todas as suas obrigações (Müller e Teló, 2003). O resultado desta avaliação é, geralmente, ajustado às despesas decorrentes do processo de liquidação e encerramento. Barbosa (2016) diz que este se trata de um conceito de valorização para empresas em situação desfavorável, técnica ou financeiramente, mas que, no entanto, possui ativos passíveis de serem considerados.

Uma desvantagem deste modelo é o facto de este ser considerado limitado, devido à sua utilidade específica para uma situação de encerramento e não de continuidade da atividade de uma empresa.

Conclusivamente, é de esperar que o valor de liquidação seja representativo do valor mínimo da empresa, partindo do princípio que esta tem um valor superior se continuasse em atividade. Tal como Vause (1977) citou, “normalmente o valor dos bens ativos, baseado na empresa em atividade, é superior ao que seria no caso de a empresa ser liquidada”. Por outras palavras, numa situação de liquidação, os ativos e recursos perdem valor e, como tal, assume-se um valor mínimo para a avaliação da empresa, negócio ou ativo.

A principal diferença entre a perspetiva de liquidação e a perspetiva de mercado é que, no primeiro caso, pressupõe-se a venda forçada dos ativos da empresa, gerando-se valores inferiores aos conseguidos em condições normais de venda.

2.2. A INSOLVÊNCIA EM PORTUGAL

“O final da atividade de uma empresa por via da falência pode ser traumático para os seus credores. Por outro lado, uma empresa que saia de atividade liquidando voluntariamente as suas dívidas raramente representará um problema económico importante.”⁷

⁷ (Antunes *et al.*, 2011, p.119)

2.2.1. CONCEITO DE INSOLVÊNCIA

Segundo Serra (2010),

a primeira concepção de falência assentava na ideia, simplista, de que a falência opunha dois sujeitos ou dois grupos de sujeitos: os credores, a quem se devia pagar, e o falido, que se devia punir; a realização de ambos os fins era assegurada pelo processo de falência, que consistia, quase exclusivamente, na liquidação do património do falido. (p.19)

Atualmente, o conceito de insolvência ainda é muitas vezes considerado sinónimo de falência, porém, estes dois conceitos diferem entre si. A insolvência “verifica-se quando o devedor se encontra impossibilitado de cumprir pontualmente as suas obrigações, seja por carência de meios próprios, seja por falta de crédito” (Direção Geral da Política de Justiça). Por outro lado, e segundo a mesma fonte, falência é o “estado da empresa impossibilitada de cumprir as suas obrigações, depois de se ter mostrado economicamente inviável ou considerada impossível a sua recuperação financeira”.

Nesta perspetiva, são ainda distinguidos três conceitos de falência: falência económica, falência técnica e falência legal ou jurídica. Segundo Duarte (2014), o conceito de falência económica está relacionado com a não capacidade da empresa em suportar os seus gastos com recurso às suas receitas, enquanto que o conceito de falência técnica está associado a uma situação líquida negativa da empresa, isto é, quando o valor do passivo da empresa é superior ao valor do seu ativo, o que se traduz na incapacidade de a empresa fazer face aos seus encargos e responsabilidades. Contudo, ainda segundo o mesmo autor, o conceito de falência mais utilizado, aquando dos estudos de previsão de falência, é o conceito de falência legal ou jurídica⁸.

⁸ “É considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas (...) as pessoas coletivas e os patrimónios autónomos por cujas dívidas nenhuma pessoa singular responda pessoal e ilimitadamente, por forma direta ou indireta, são também considerados insolventes quando o seu passivo seja manifestamente superior ao ativo, avaliados segundo as normas contabilísticas aplicáveis.” (nº 1 e nº 2 do artigo 3º do CIRE).

Ross *et al.* (1995) referem que a insolvência é retratada pela dificuldade financeira máxima de uma empresa em não cumprir com as suas obrigações, numa situação em que a propriedade dos seus ativos não será suficiente para cumprir com o passivo. Leitão (2012) defende que a condição de insolvência se traduz no facto de a empresa se encontrar impossibilitada de cumprir as suas obrigações, em determinado momento, normalmente por ausência de liquidez ou, em outros casos, porque o total das suas responsabilidades excede os bens de que pode dispor para as satisfazer.

Indubitavelmente, o conceito de insolvência é algo com que qualquer sociedade que permita o recurso ao crédito terá que lidar. Efetivamente, a partir do momento em que é reconhecida a legitimidade de diferir para o futuro cumprimento das obrigações da empresa, também é possível que se afigure esse não cumprimento. Conforme o descrito no n.º 1 do artigo 3.º do CIRE, “é considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas”. Contudo, essa incapacidade de cumprimento pressupõe, segundo Lima (2015), uma avaliação complexa baseada numa análise a dois critérios fundamentais: o critério do fluxo de caixa e o critério do balanço ou ativo patrimonial.

Seguindo os princípios do critério do fluxo de caixa, o facto de o valor do ativo ser superior ao passivo é irrelevante, já que a insolvência deverá ser decretada logo que se verifique a impossibilidade da empresa pagar as dívidas que lhe surgem regularmente. Assim, nesta perspetiva, Leitão (2017) diz que “o devedor é insolvente logo que se torne incapaz, por ausência de liquidez suficiente, de pagar as suas dívidas no momento em que estas vencem” (p.81). Por outro lado, de acordo com o critério do balanço ou do ativo patrimonial, a situação de insolvência não é afastada pelo facto de o devedor cumprir as obrigações que vencem regularmente no decorrer da sua atividade, sendo que, nesta perspetiva, “a insolvência resulta do facto de os bens do devedor serem insuficientes para o cumprimento integral das suas obrigações” (Leitão, 2017, p.142). Este critério pressupõe uma apreciação jurisdicional mais complexa, pois nem sempre a avaliação dos bens é um processo fácil.

De acordo com a lei portuguesa, e no que respeita ao n.º1 do artigo 3.º do CIRE, parece adotar-se o critério do fluxo de caixa. Contudo, face à rejeição do critério do balanço, deve salientar-se que a insolvência corresponde a uma impossibilidade pontual de cumprimento das obrigações de uma empresa, e não a uma mera insuficiência patrimonial equivalente a uma situação líquida negativa. Dado

isto, uma situação líquida negativa não implica obrigatoriamente uma situação de insolvência pelo devedor. Caso o recurso ao crédito lhe seja concedido, esta situação pode alterar-se, permitindo-lhe um cumprimento pontual das obrigações em causa. O contrário também se verifica, ou seja, uma situação líquida positiva não afasta a possibilidade de um cenário de insolvência, sendo que, neste caso, a falta de acesso ao crédito poderá não permitir que o devedor supere uma possível situação de carência de liquidez que lhe permita cumprir com as suas obrigações na data prevista.

Contudo, uma avaliação pelo critério do balanço ou do ativo patrimonial não pode ser completamente descartada, sendo que a insuficiência patrimonial poderá funcionar como critério de avaliação aplicável às pessoas coletivas ou patrimónios autónomos por cujas dívidas nenhuma pessoa singular possa responder (conforme n.º 2 do artigo 3.º do CIRE). Neste caso, considera-se em situação de insolvência o devedor cujo património, quando avaliado segundo as normas contabilísticas aplicáveis, apresente um passivo manifestamente superior ao ativo. Contabilisticamente, o facto de o passivo ser superior ao ativo não implica uma situação de insolvência, uma vez que o recurso ao crédito poderá ser uma opção do devedor para solver as obrigações, tal como já foi referido.

Deste modo, pode constatar-se que uma empresa em situação de insolvência pode declarar falência, no entanto, é importante salientar que nem todas as falências são derivadas de processos de insolvência. Neste sentido, tal como Santos (2016) mencionou, uma empresa pode ser considerada insolvente sem entrar em falência, assim como poderá estar falida sem precisar de ser considerada insolvente. Deste modo, uma empresa insolvente só deve ter a sua falência declarada quando a mesma se mostre economicamente inviável ou não possa ser efetivada a sua recuperação financeira.

Existem duas hipóteses para dar um rumo à empresa insolvente: a liquidação ou a recuperação económica. A liquidação, como se verá mais à frente, traduz-se pelo apuramento do ativo e do passivo da empresa, cobrando-se as contas e os pagamentos em falta, liquidando também as dívidas existentes e repartindo-se posteriormente o remanescente pelos administradores. No caso da recuperação, esta pode ser efetuada através da recuperação via extrajudicial ou pela via judicial.

2.2.2. PROCESSO DE INSOLVÊNCIA

O processo de insolvência encontra-se atualmente regulado pelo CIRE, sendo que o n.º 1 do artigo 1.º desse mesmo código define insolvência como “um processo de execução universal que tem como finalidade a satisfação dos credores pela forma prevista num plano de insolvência, baseado, nomeadamente, na recuperação da empresa compreendida na massa insolvente, ou, quando tal não se afigure possível, na liquidação do património do devedor e a repartição do produto obtido pelos credores”.

Segundo Oliveira (2013), o processo de insolvência é o principal mecanismo de carácter judicial, no qual as empresas com dificuldades económico-financeiras recorrem para proceder à sua recuperação ou liquidação. A lei caracteriza o processo de insolvência como um processo de execução universal, cuja finalidade é a liquidação do património dos devedores e a repartição do mesmo pelos credores. Deste modo, Serra (2010) afirma que o processo de insolvência é um processo de liquidação e o plano de insolvência é o mecanismo que pode ter como fim a recuperação da empresa.

O processo de insolvência apresenta-se como sendo um processo de elevada complexidade que compreende duas fases: a fase declarativa e a fase executiva. De um modo simplificado, pode dizer-se que a primeira fase compreende a declaração do devedor em estado de insolvência, e a segunda a apreensão e liquidação do património do devedor, bem como o pagamento aos seus credores (Silva, 2005). O pedido de declaração de insolvência deve ser formalizado pelo próprio devedor ou, em outro caso, por quem seja legalmente responsável pelas dívidas deste, bem como por qualquer credor. Após a sentença declaratória, inicia-se a designada fase executiva. Esta fase compreende dois momentos processuais muito importantes: a verificação dos créditos e a liquidação. Nesta etapa, a verificação do passivo é o processo que ocorre por apenso, tendo por finalidade a verificação e graduação dos créditos sobre a insolvência.

O facto de o objetivo principal deste processo ser a satisfação dos direitos de todos os credores de um devedor concede-lhe um carácter de execução. No entanto, trata-se de uma execução coletiva e não singular, isto porque o processo não se destina à satisfação do direito individual de cada credor, mas sim do tratamento igualitário de todos. É também considerado um processo de execução genérica ou total e não parcial, porque a insolvência abrange todo o património do devedor e não apenas os bens que são necessários para fazer face aos créditos determinados. Isto não implica que se venha a verificar uma liquidação parcial ou integral do património deste, mas que tudo venha a ser submetido na esfera de ação dos credores, que melhor decidirão a forma de obter os seus direitos, decidindo entre a

liquidação e posterior repartição do produto pelos credores, ou então pela aprovação de um plano de insolvência que assegure de outra forma a sua satisfação.

Segundo Leitão (2017), pode falar-se em processo de insolvência numa formulação restrita e numa formulação ampla. Em termos restritos, o processo de insolvência consiste numa sequência ordenada de atos que se inicia com a apresentação à insolvência (artigo 18º do CIRE) e se conclui com o pagamento aos credores (artigos 172º a 184º do CIRE), ou qualquer outra causa de encerramento do processo (artigo 230º do CIRE). Em termos amplos, o processo de insolvência abrange tramitações estruturalmente autónomas que surgem na dependência deste processo, em consequência da declaração de insolvência, como é o caso dos embargos e das impugnações.

Como já foi mencionado anteriormente, há duas formas de atuar perante uma empresa em situação de insolvência: liquidação ou recuperação. No caso da liquidação, esta traduz-se pelo apuramento do ativo e do passivo, cobrando-se as contas da empresa e respetivos pagamentos em falta, liquidando as dívidas e dividindo o remanescente pelos sócios. Uma empresa entra em processo de liquidação, quando a declaração de insolvência for causa imediata da dissolução da mesma. Contudo, esta dissolução não implica a sua extinção imediata, tal só acontece com a notificação de encerramento da liquidação.

Santos (2016) distingue cinco tipos de liquidação: extinção imediata, dissolução e liquidação simultânea, dissolução e liquidação por partilha, dissolução com entrada em liquidação e dissolução com liquidação. No caso da extinção imediata da empresa, esta somente é possível quando não se verificarem valores do ativo e do passivo, permitido que seja proferida a decisão de declaração de dissolução e do encerramento da liquidação, aquando do requerimento da dissolução. No caso de não se cumprirem os requisitos acima referenciados, a empresa terá que recorrer à dissolução e liquidação simultânea. No que respeita à dissolução e liquidação por partilha, esta acontece quando a empresa não tem dívidas contraídas, ou seja, possui ativo, mas não passivo. Nesta situação é efetuada a partilha imediata dos bens da empresa (conforme o artigo 147º do CSC). O processo de dissolução, com entrada em liquidação, ocorre quando a empresa detém só passivos ou ativos e passivos. Nestas circunstâncias, é nomeado um liquidatário que à data da dissolução terá que liquidar os bens da empresa. No caso da dissolução com liquidação, caso em que a empresa só detém passivos, os sócios determinam a transmissão do património da empresa para um ou mais sócios e repartem o restante em dinheiro, sendo que esta transmissão é

precedida de um acordo escrito de todos os credores da sociedade, conforme os princípios determinados no artigo 148º do CSC.

Por outro lado, no que concerne à recuperação económica de uma empresa, esta pode ocorrer por via extrajudicial ou por recurso ao processo judicial. No primeiro caso, pretende-se obter um acordo entre o devedor e os credores, que permita à entidade viabilizar a sua recuperação financeira, através da realização de acordos para pagamentos entre os credores, enquanto que o processo por via judicial permite recomeçar a reestruturação de uma empresa, mantendo-a em atividade, seja em seu nome ou em nome de terceiros. Este processo judicial consiste na elaboração de um plano de insolvência que terá de ser aceite na assembleia de credores que, posteriormente, decidirão o futuro da empresa em questão.

O IAPMEI defende que as principais razões pelas quais as tentativas de recuperação de empresas não são bem-sucedidas prendem-se ao facto de as empresas só recorrerem a este tipo de proteção legal demasiado tarde, pelo falta incentivo por parte dos gestores em salvar a empresa e também pelo facto de os credores serem incapazes de participar ativamente nas tentativas de recuperação.

Assim, o processo de insolvência rege-se pelo Código do processo civil, em tudo que não contrarie as disposições do presente Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas e pode ser decomposto em várias fases, conforme descreve Serra (2010).

2.2.2.1. IMPULSO PROCESSUAL

Segundo o artigo 18º do CIRE, “o devedor deve requerer a declaração da sua insolvência dentro dos 30 dias seguintes à data do conhecimento da situação de insolvência”. Nesta perspetiva, é considerado em situação de insolvência, segundo o citado no nº1 do artigo 3º do CIRE, “o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas”. No caso de o insolvente se tratar de uma pessoa coletiva ou de um património autónomo, por cujas dívidas nenhuma pessoa singular possa responder pessoal e ilimitadamente, de forma direta ou indireta, estes “são também considerados insolventes quando o seu passivo é manifestamente superior ao ativo, avaliados segundo as normas contabilísticas aplicáveis” (nº2 do artigo 3º do CIRE).

Para que a declaração de insolvência seja requerida, é importante que seja verificado pelo menos um dos indicadores de insolvência descritos no n° 1 do artigo 20° do CIRE. Estes indicadores, embora sejam fundamentos necessários que permitem presumir a existência de uma situação de insolvência pelo devedor, constituindo um fundamento ao impulso processual, não são suficientes para que seja declarada a situação de insolvência. Tal como Serra (2012) referiu, o único pressuposto objetivo da declaração de insolvência é a situação de insolvência, conforme referida no artigo 3° do CIRE.

Os sujeitos com legitimidade processual ativa para requerer a declaração de insolvência são o devedor ou, no caso deste não ser uma pessoa singular capaz, o responsável pela sua administração ou qualquer um dos seus administradores (artigo 19° do CIRE); os responsáveis legais pela dívida do devedor, qualquer credor ou o Ministério Público (n°1 do artigo 20° do CIRE).

Assim, podemos concluir que, segundo o CIRE, a lei obriga a que os administradores das empresas que estejam em situação de insolvência efetuem o requerimento do pedido da insolvência num prazo de 30 dias após a data em que tiveram conhecimento da situação. O reconhecimento de uma situação de insolvência pode ser determinado caso se verifique um incumprimento generalizado de algumas das obrigações impostas por lei, por um período mínimo de três meses. De salientar que a apresentação à insolvência constitui uma verdadeira obrigação, pelo que o seu incumprimento se encontra sob pena de sanções civis e criminais. O não cumprimento desta lei é considerado uma culpa grave por parte dos administradores e pode levar a que a insolvência seja considerada culposa ao invés de fortuita.

2.2.2.2. APRECIÇÃO LIMINAR E MEDIDAS CAUTELARES

De acordo com o disposto no n°1 do artigo 27° do CIRE, a apreciação da petição inicial deve realizar-se no próprio dia, ou até três dias úteis após o pedido de declaração.

No caso de ser o próprio devedor a apresentar-se à insolvência, considera-se o reconhecimento da situação por parte deste e é de imediato declarada a situação de insolvência nos termos do artigo 28° do CIRE. Caso a insolvência seja incitada por outro sujeito, é efetuada primeiramente uma citação pessoal ao devedor, conforme o n°1 do artigo 29° do CIRE, de modo a que este possa impugnar ou não esta situação. Esta citação é efetuada sem o prejuízo da adoção das medidas cautelares que o juiz

considere pertinentes, sendo que estas visam objetar a prática de atos de má gestão (artigo 31º do CIRE).

Segundo Serra (2012), na sequência da citação ao devedor, podem ocorrer duas situações:

- a) o devedor não deduz a oposição e consideram-se confessados os factos, sendo declarada a insolvência (nº5 do artigo 30º do CIRE);
- b) o devedor deduz a oposição e neste caso alega-se a inexistência de uma situação de insolvência (nº3 do artigo 30º do CIRE), provando-se a solvência do devedor (nº4 do artigo 30º do CIRE);

Ainda segundo a mesma autora, no caso de o devedor deduzir a sua oposição, podem ainda ser verificadas três situações, conforme o artigo 35º do CIRE:

b1) nem o devedor nem nenhum dos seus representantes comparecem, e neste caso consideram-se confessados os factos alegados na petição inicial, sendo proferida a declaração de insolvência;

b2) comparece o devedor ou um dos seus representantes, mas não comparece o requerente nem o seu representante, considerando-se que há desistência do pedido e é proferida a sentença homologatória de desistência do pedido;

b3) comparecem ambas as partes e neste caso o juiz toma uma decisão com base nos elementos de prova produzidos e nas alegações efetuadas, proferindo a sentença de declaração de insolvência ou indeferindo o pedido da mesma.

2.2.2.3. SENTENÇA DE DECLARAÇÃO DE INSOLVÊNCIA E SUA IMPUGNAÇÃO

O artigo 36º do CIRE prevê os requisitos que devem constar na sentença de declaração de insolvência. Deste modo, nesta sentença deverá ser designado o administrador de insolvência, o prazo para reclamação dos créditos, a data para a assembleia de credores de apreciação do relatório, entre outros, nomeadamente algumas das principais providências instrumentais do processo como a apreensão para

a entrega ao administrador de todos os bens do devedor, o dever de respeitar a residência fixada na sentença e o dever de entrega imediata de documentos relevantes para o decorrer do processo.

No que respeita à notificação da sentença e citação, os administradores do devedor a quem tenha sido citada residência devem ser notificados pessoalmente da sentença nos termos previstos pela lei, conforme consta no n.º 1 do artigo 37.º do CIRE. A sentença é igualmente notificada ao Ministério Público, ao requerente da declaração de insolvência, ao requerente do devedor e ao devedor, também nos termos previstos, caso este não tenha sido citado pessoalmente. No caso de este último ser titular de uma empresa, será também notificada a comissão de trabalhadores consoante o previsto no n.º 2 do artigo 37.º do CIRE.

Os cinco maiores credores reconhecidos pelo administrador de insolvência, à exclusão do requerente, serão também citados pessoalmente (n.º 3 do artigo 37.º do CIRE). Caso não tenham residência, domicílio ou sede habitual em Portugal ou pertençam a outro estado membro da união europeia, o n.º 4 do artigo 37.º do CIRE refere que estes deverão ser citados por carta registada ou via eletrónica. Os demais credores serão citados por edital afixado na empresa, no próprio tribunal ou por anúncio no portal CITIUS de acordo com o n.º 7 do artigo 37.º do CIRE.

Com a atualização do Decreto-Lei, deixou de ser exigida a publicação de um anúncio da declaração de insolvência num jornal diário de grande afluência. Deste modo, os credores só são citados após a prolação da sentença de declaração de insolvência, o que significa que, até ao momento, o processo se mantém no domínio quase exclusivo do devedor e do requerente da declaração. Só depois da sentença é que o processo é do conhecimento dos demais interessados e se torna de conhecimento público.

Esta fase de anonimato no início do processo, em que ainda não está verificada a situação de insolvência, faz com que o devedor não fique exposto aos efeitos imediatos da abertura do processo, que podem afetar injustamente e de forma irreversível o bom nome, honra e credibilidade do devedor, caso a insolvência não seja decretada.

A sentença de declaração de insolvência pode ser impugnada por via de embargos (artigo 40.º do CIRE) ou por via de recursos (artigo 42.º do CIRE). Serra (2012) afirma que “os embargos servem para alegar factos novos ou para requerer novos meios de prova e o recurso destina-se à discussão de razões de

direito” (p.119). Ambas as impugnações, tanto os embargos à sentença declaratória de insolvência como o recurso da sentença, têm efeito suspensivo da liquidação e da partilha do ativo.

É importante ressaltar que, nesta etapa do processo, após o trânsito em julgado da sentença de declaração de insolvência, pode haver lugar ao encerramento do processo por insuficiência de massa insolvente⁹. Se o juiz assim o determinar, só terá que comprovar que o património do devedor não é suficiente para a satisfação das custas do processo e das restantes dívidas da massa e dar como encerrado o processo.

2.2.2.4. APREENSÃO DOS BENS

Nesta fase do processo e após ser declarada a insolvência, são apreendidos todos os bens do devedor integrantes na massa insolvente, excetuando os bens que tenham sido apreendidos em virtude de uma infração fiscal ou criminal, ou de mera ordenação social e também os bens suscetíveis de penhora (nº1 do artigo 149º do CIRE). No caso em que os bens já se encontram vendidos, apreende-se para massa o valor do respetivo produto da venda, caso este ainda não tenha sido distribuído e entregue aos credores (nº2 do artigo 149º do CIRE).

A apreensão dos bens deverá ser realizada pelo administrador de insolvência, assistido pela comissão de credores, e o depósito de todos os bens, à exceção daqueles cujo depósito já tenha sido atribuído a outro depositário, rege-se consoante o disposto no artigo 150º do CIRE. Os principais meios de apreensão são o arrolamento e a entrega direta dos bens. O arrolamento consiste na descrição, avaliação e depósito dos bens e tem lugar quando não se verifica um ato voluntário de entrega direta dos bens pelo devedor. Por outro lado, a entrega direta, conforme o nome indica, consiste na entrega direta dos bens descritos no balanço e tem lugar quando o respetivo sujeito é conhecido e procede à sua entrega voluntária.

Concluída a fase da apreensão dos bens, o administrador de insolvência elabora um inventário dos bens e direitos integrados na massa insolvente, efetua uma lista provisória de credores e faz um relatório sobre

⁹ “Concluindo o juiz que o património do devedor não é presumivelmente suficiente para a satisfação das custas do processo e das dívidas previsíveis da massa insolvente e não estando essa satisfação por forma garantida, faz menção desse facto na sentença de declaração da insolvência (...)” – nº 1 do artigo 39º do CIRE

a situação económica, financeira e contabilística do devedor. Estes documentos vão ser posteriormente apreciados na assembleia de credores.

2.2.2.5. RECLAMAÇÃO DOS CRÉDITOS E RESTITUIÇÃO E SEPARAÇÃO DE BENS

No que diz respeito à reclamação dos créditos, do seu exercício resulta a satisfação dos credores. Nesta fase existem duas alternativas: reclamar ou não reclamar. Nenhuma destas condutas é ilícita, no entanto conduzem a resultados completamente distintos, sendo um deles favorável e outro desfavorável ao credor.

Na sentença de declaração de insolvência é estabelecido um prazo de 30 dias para a reclamação dos créditos, sendo esta efetuada por meio de requerimento ao administrador de insolvência, de acordo com o nº2 do artigo 128º do CIRE, cabendo ao mesmo elaborar e apresentar uma lista de credores por si reconhecidos e não reconhecidos.

No que diz respeito à lista de credores reconhecidos, esta poderá ser impugnada por qualquer interessado, consoante o disposto no artigo 130º do CIRE, através de um requerimento efetuado ao juiz que fundamente a sua devida ou indevida inclusão, bem como a incorreção no montante ou da qualificação dos créditos atribuídos.

Findo o prazo para a reclamação dos créditos, é possível a verificação ulterior dos mesmos, seguindo as normas do artigo 146º do CIRE, onde podem ser reconhecidos outros créditos bem como pode ser concedido o direito à separação ou restituição de bens, por meio de uma ação contra a massa insolvente, os credores e o devedor. O direito à separação e restituição de bens poderá ser exercida ao longo do decorrer do processo, contudo a sua reclamação estará sujeita ao preenchimento das condições citadas no nº2 do artigo 146º do CIRE.

No caso de não serem verificadas impugnações, é imediatamente proferida a sentença de verificação e graduação dos créditos, na qual é homologada a lista de credores que foram reconhecidos pelo administrador de insolvência, sendo graduados os créditos (nº3 do artigo 130º do CIRE). No caso de se verificarem impugnações, o administrador de insolvência ou qualquer interessado terá que responder

por isso e, perante tal, a comissão de credores deverá apresentar um parecer sobre as impugnações apresentadas, conforme o artigo 131º do CIRE. O parecer final é determinado na sentença de verificação e graduação de créditos.

2.2.2.6. ASSEMBLEIA DE CREDITORES PARA APRECIÇÃO DO RELATÓRIO

Como já foi mencionado, após a apreensão dos bens, o administrador de insolvência tem que elaborar um inventário dos bens e direitos que integram a massa insolvente (artigo 153º do CIRE), uma lista provisória dos credores (artigo 154º do CIRE) e efetuar um relatório que descreva a situação económica, financeira e contabilística do devedor (artigo 155º do CIRE), para serem objeto de apreciação na assembleia de credores.

A assembleia de credores representa um dos momentos mais determinantes no decurso do processo de insolvência, pois é nesta fase que é deliberada a situação futura da empresa, se o seu encerramento ou se a sua manutenção, conforme o previsto no nº2 do artigo 156º do CIRE. Eventualmente, poderá ser executado um encerramento antecipado do processo, sob a atribuição ao administrador de insolvência de efetuar um plano de insolvência, com suspensão da liquidação e partilha da massa insolvente, de acordo com o nº3 do artigo 156º do CIRE.

2.2.2.7. LIQUIDAÇÃO DA MASSA

Após trânsito em julgado da sentença de declaração de insolvência e da realização da assembleia de apreciação do relatório, sucede a fase da liquidação da massa.

A liquidação da massa insolvente é um processo que envolve atividades relativas à apreensão de bens, verificação do passivo da empresa insolvente, liquidação do ativo e posteriormente o pagamento aos credores. O conceito de massa insolvente está presente no nº 1 do artigo 46º do CIRE que cita:

A massa insolvente destina-se à satisfação dos credores da insolvência, depois de pagas as suas próprias dívidas, e abrange todo o património do devedor à data da declaração de insolvência, bem como os bens e direitos que ele adquira na pendência do processo.

O CIRE, no artigo 169º, estabelece o prazo de um ano, após a assembleia de credores, para que o processo de liquidação seja encerrado, sob pena de destituição do administrador de insolvência no caso de incumprimento.

Segundo Leitão (2017), a massa insolvente abrange todo o património do devedor à data da declaração de insolvência, bem como os bens e direitos que este adquira na precedência do processo, através do exercício do administrador de insolvência em benefício da resolução da massa. Não são compreendidos na massa insolvente os bens absoluta ou totalmente impenhoráveis, os bens pertencentes ao devedor que sejam objeto de restrição de responsabilidade pelas obrigações deste, como é o caso dos bens adquiridos pelo mandatário em execução do mandato sem apresentação. Os bens isentos de penhora só são integrados na massa insolvente, se o devedor voluntariamente os integrar, não podendo a sua impenhorabilidade ser absoluta, conforme citado no nº2 do artigo 46º do CIRE.

A alienação da empresa, segundo o artigo 162º do CIRE, deverá ser realizada como um todo e, à medida que a alienação dos bens for efetuada, o produto obtido deverá ser imediatamente depositado à ordem da administração da massa.

A liquidação da massa destina-se à satisfação das dívidas da própria massa insolvente (artigo 51º do CIRE) e apenas depois de serem satisfeitos os créditos sobre a insolvência (artigo 47º do CIRE). O facto de a massa insolvente servir para que seja possível o pagamento das dívidas e dos créditos sobre a insolvência implica a sua qualificação como património de afetação.

Usualmente, a insolvência é estudada como sendo um processo de liquidação do património de um determinado indivíduo insolvente, sendo por vezes deixado de parte o facto de este ser realizado em virtude do benefício dos credores. Porém, é necessário ter em conta que por vezes pode ser decretada uma insuficiência da massa insolvente, onde é promulgada a incapacidade de uma empresa em fazer face às suas próprias dívidas, conforme o descrito no artigo 39º do CIRE.

A fase da liquidação da massa insolvente é considerada um ato complexo, integrado na fase executiva do processo de insolvência, e que está subjacente à realização do objetivo final deste processo que compreende a satisfação dos interesses dos credores. Além deste processo ser sinónimo de uma

destruição parcial da capacidade económica, que envolve a liquidação de todo o património do devedor passível de ser penhorado em benefício dos credores, pode afirmar-se que a fase da liquidação da massa insolvente é a etapa mais importante de todo o processo de insolvência. É esta que permite a satisfação, ainda que parcial, dos credores, sendo considerada a passagem do património do insolvente a uma quantia pecuniária que, posteriormente, é repartida pelos credores.

Sendo a liquidação vista como uma destruição parcial da capacidade económica, esta pode traduzir-se numa criação de valor que permite indemnizar os credores e minimizar perdas na economia. No caso da massa insolvente não ser suficiente para satisfazer as necessidades dos credores, estão, então, a gerar-se perdas de capacidade económica que provocam efeitos nefastos na economia.

2.2.2.7.1. ADMINISTRAÇÃO DA MASSA PELO DEVEDOR

A administração da massa pelo devedor é uma etapa que nem sempre se aplica. Esta é determinada pelo juiz na sentença de declaração de insolvência, contudo só é autorizada quando a massa insolvente compreende uma empresa, conforme o artigo 223º do CIRE, e quando se verificarem os quatro pressupostos do artigo 224º, ou seja, quando o devedor a tiver requerido, quando já tiver sido apresentado ou existir o comprometimento de apresentação de um plano de insolvência com objetivo de continuidade da empresa, quando já não existirem razões para reear atrasos no progresso do processo ou outras desvantagens para os credores e quando o requerente da insolvência manifestar a sua concordância.

A administração da massa pelo devedor pode ser concedida não só pelo juiz, mas também pela assembleia de credores, sendo importante distinguir estas duas situações. Quando a administração da massa pelo devedor compete ao juiz e é feita na declaração de insolvência, esta tem que ser obrigatoriamente formulada na petição inicial. Quando a administração da massa pelo devedor cabe à assembleia de credores e é efetuada na apreciação do relatório, o pedido terá que ser reformulado após a declaração de insolvência, mas antes da reunião da assembleia de credores.

Tendo em conta que o juiz pode colocar termo à administração e proceder à apreensão dos bens, os efeitos que advêm destas duas hipóteses são distintos. No primeiro caso, poderá verificar-se que a

administração pelo devedor produz a suspensão da apreensão dos bens, enquanto que, no segundo caso, a apreensão dos bens já estará concluída pelo que não se poderá suspender nem revogar.

O administrador não deixa de ter a sua intervenção nesta fase do processo. A este é atribuída a tarefa de fiscalizar a administração da massa e de comunicar ao juiz e aos credores quaisquer circunstâncias que desaconselhem a manutenção da administração da massa pelo devedor. Em determinados casos, cabe-lhe apreciar os atos praticados pelo devedor, dando o seu consentimento e a sua aprovação. As restantes competências do administrador, que não interfiram com esta etapa do processo, deverão continuar a ser exercidas pelo mesmo. Ao administrador de insolvência é ainda conferido o poder de receber o dinheiro de todos os pagamentos que fiquem a seu cargo, sem quaisquer requisitos ou sindicância pelo juiz.

2.2.2.8. SENTENÇA DE VERIFICAÇÃO E GRADUAÇÃO DOS CRÉDITOS

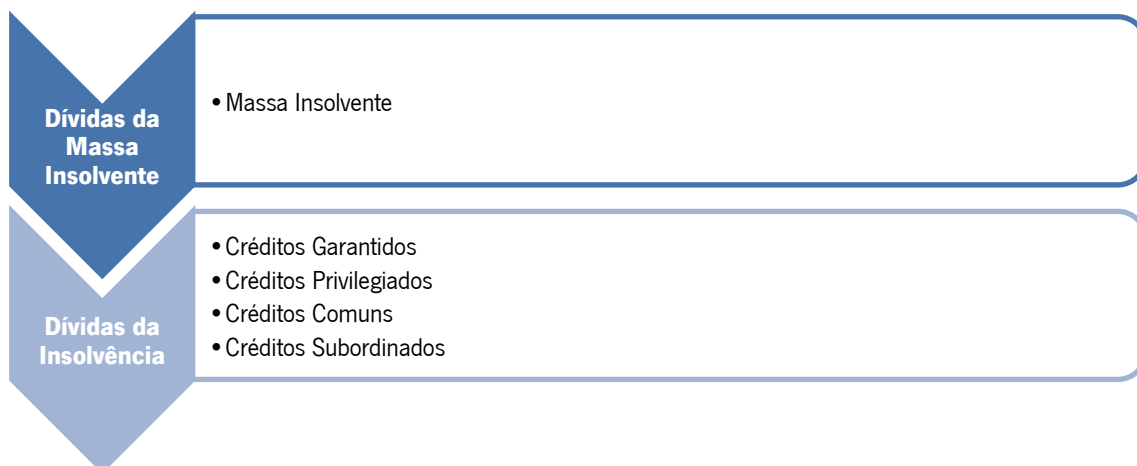
A sentença de verificação e graduação de créditos pode ter lugar logo após a reclamação dos mesmos, caso não sejam verificadas impugnações. Contudo, como já foi anteriormente mencionado, esta poderá ter lugar depois de uma tentativa de reconciliação relativamente aos créditos reconhecidos. Uma outra possibilidade é a sua ocorrência após a audiência de discussão e julgamento sobre os créditos.

A graduação dos créditos é geral quando aplicável aos bens da massa (nº2 do artigo 140º do CIRE) e especial quando referente aos bens a que respeitem direitos reais de garantias e privilégios creditórios (nº3 do artigo 140º do CIRE).

2.2.2.9. PAGAMENTO AOS CREDITORES

Antes de mais, nesta etapa do processo, torna-se fundamental fazer uma boa distinção entre créditos sobre a massa (artigo 51º do CIRE) e créditos sobre a insolvência (artigo 47º do CIRE). Para Serra (2005), “a classificação dos créditos e dos credores é relevante para vários efeitos, funcionando como critério para delimitar a intervenção dos credores no processo, e é, em particular, determinante na fase final do pagamento aos credores” (p.22).

O pagamento aos credores é efetuado na seguinte ordem:



Antes de ser efetuado o pagamento dos créditos sobre a insolvência, é deduzida da massa insolvente os bens ou direitos necessários ao pagamento dos créditos sobre a massa. O n.º2 do artigo 172.º do CIRE cita que,

As dívidas da massa insolvente são imputadas aos rendimentos da massa, e, quanto ao excedente, na devida proporção, ao produto de cada bem, móvel ou imóvel; porém, a imputação não excederá 10% do produto de bens objeto de garantias reais, salvo na medida do indispensável à satisfação integral das dívidas da massa ou do que não prejudique a satisfação integral dos créditos garantidos.

O pagamento destas será efetuado consoante o disposto no relatório efetuado pelo administrador de insolvência, no qual são definidas as datas de pagamento e, deste modo, independentemente do estado do processo, os pagamentos terão lugar na data dos respetivos vencimentos (n.º3 do artigo 172.º do CIRE).

No que respeita aos créditos sobre a insolvência, estes são pagos somente quando verificados na sentença transitada em julgado. De acordo com o n.º4 do artigo 47.º do CIRE, os créditos sobre a insolvência consideram os créditos garantidos, os créditos privilegiados, os créditos subordinados e os créditos comuns.

Relativamente aos créditos garantidos e privilegiados, estes são os créditos que beneficiam de garantias reais, incluindo os privilégios creditórios especiais, e os que beneficiam de privilégios creditórios gerais sobre os bens da massa insolvente (alínea a do n.º 4 do artigo 47.º do CIRE). No que concerne aos créditos garantidos, é manifesta a intenção de compensar os titulares dos respetivos créditos pelos atrasos verificados na venda dos bens onerados. Estes créditos são pagos, logo após a liquidação do bem onerado com garantia real, pelo seu valor de liquidação, depois de abatidas as respetivas despesas e as devidas imputações pelos créditos sobre a massa. No caso dos créditos privilegiados, estes são pagos à custa dos bens afetos a garantias reais prevalecentes. Em ambos os casos, se estes créditos não ficarem integralmente pagos, os respetivos saldos são incluídos entre os créditos comuns, em substituição dos saldos estimados. Assim, o credor garantido e o credor privilegiado recorrem a rateios sucessivos em igualdade com os credores comuns.

No que respeita aos créditos comuns, estes estão fora das dívidas da massa e o seu pagamento deverá ser efetuado na proporção dos respetivos créditos, caso a massa seja insuficiente para a sua satisfação integral. Os créditos subordinados são pagos apenas depois de integralmente pagos os créditos comuns, também na sua respetiva proporção, se a massa insolvente for insuficiente para a sua inteira satisfação.

Podem distinguir-se dois tipos de rateios: parcial e final. No que respeita aos rateios parciais, estes realizam-se antes da venda do bem onerado com garantia, no entanto os créditos garantidos não são pagos, contudo o seu saldo estimado é atendido e fica em depósito o valor que lhe corresponde em cada rateio até confirmação do seu saldo efetivo. Nos rateios parciais que se realizam antes da venda dos bens onerados com garantia, os bens privilegiados não são pagos, mas o seu saldo estimado é atendido, ficando em depósito o valor que lhe corresponde em cada rateio até confirmação do seu saldo efetivo.

Os rateios parciais, definidos no artigo 178.º do CIRE, podem ser realizados com base no produto dos bens não onerados com garantia real de que fossem liquidados, mas só no caso de existirem em depósito garantias que assegurem uma distribuição não inferior a 5% do valor dos créditos privilegiados, comuns e subordinados, depois de abatidas as respetivas despesas da liquidação e as devidas imputações pelos créditos sobre a massa, de modo a evitar a prática constante de atos de rateio sem um valor económico significativo. O plano e o mapa de rateio são apresentados pelo administrador de insolvência e cabe ao juiz decidir sobre os pagamentos que devem ser efetuados nesta etapa do processo.

Há alguns créditos que são atendidos, mas não são pagos nos rateios parciais até que sejam verificados todos os factos. Esses créditos são classificados como créditos condicionais e compreendem os créditos sob condição suspensiva e os créditos condicionalmente verificados. No caso dos créditos sob condição suspensiva, é atendido o seu valor nominal nos rateios que se efetuarem, ou seja, embora estes não sejam pagos até ser verificada a sua condição, a quantia que lhe corresponde fica depositada. No caso dos créditos condicionalmente verificados, que correspondem aos créditos em apreciação no recurso da sentença de verificação e graduação de créditos, estes são atendidos nos rateios parciais que se efetuarem, não sendo pagos até que se comprove a sua verificação, ficando igualmente em depósito a quantia que lhe corresponde.

Os rateios parciais não asseguram a repartição exata do produto da liquidação, dado o facto de não se conhecer o valor exato do produto final da liquidação nem o valor do passivo total. Deste modo, após encerrada a liquidação da massa insolvente, elaborada a lista definitiva dos credores e efetuada a decisão sobre os créditos condicionais, é efetuado o rateio final.

2.2.2.10. INCIDENTE DE QUALIFICAÇÃO DA INSOLVÊNCIA

O regime de qualificação de insolvência foi introduzido no CIRE em julho de 2003. Até à data, o incidente era oficiosamente aberto com a declaração de insolvência em todos os processos, exceto quando era apresentado um plano de pagamento aos credores. Atualmente, este incidente deixou de ter carácter obrigatório e cabe ao juiz declarar aberto o seu incidente na sentença de declaração de insolvência, na presença de elementos que justifiquem a sua abertura. Não fica precluída a possibilidade de esse incidente poder ser aberto mais tarde, numa situação em que o administrador de insolvência ou qualquer interessado alegar, mediante apresentação de um requerimento. Neste caso, cabe ao juiz tomar conhecimento dos factos alegados e, caso considere oportuno, declarar aberto o incidente.

O incidente de qualificação da insolvência visa apurar se a insolvência é fortuita ou culposa (artigo 185º do CIRE). Uma insolvência é considerada culposa quando a situação de insolvência tiver sido criada ou agravada em consequência da atuação dolosa ou com culpa grave do devedor ou dos seus administradores, nos três anos anteriores ao início do processo de insolvência (nº1 do artigo 186º do CIRE). No caso da qualificação da insolvência como culposa, a sentença deverá identificar os sujeitos

culpados para que, sob estes, sejam produzidos os devidos efeitos, também estes a serem decretados na sentença (artigo 189º do CIRE).

Como já foi referido, este incidente perdeu o seu carácter obrigatório desde 2012, sendo que a sua abertura só é decretada quando vem ao conhecimento do juiz factos que o justifiquem. A tramitação do incidente pode iniciar-se oficiosamente com a declaração de insolvência, ou mais tarde, através de um requerimento do administrador de insolvência ou de outro interessado.

Uma vez declarado aberto o incidente, o administrador de insolvência, quando tenha sido ele a propor a qualificação como culposa, deve apresentar o seu parecer devidamente fundamentado e documentado e formular uma proposta onde identifique as pessoas afetadas pela qualificação da insolvência como tal, se necessário. Este parecer será partilhado com o Ministério Público que também deverá pronunciar-se sobre o mesmo. Se ambos propuserem a qualificação como fortuita, o juiz poderá proferir de imediato a decisão nesse sentido, sendo insuscetível de recurso.

Se o juiz decidir não qualificar a insolvência como fortuita, deverá ter lugar a notificação do devedor e a citação pessoal dos sujeitos que se considerem afetados pela qualificação como culposa, a oposição por parte destes e as respostas à oposição por parte do administrador de insolvência, do ministério público e as respostas de qualquer um dos interessados.

2.2.2.11. PLANO DE INSOLVÊNCIA

O plano de insolvência está regulado no CIRE entre os artigos 192º e 222º, sendo a sua principal função disciplinar o pagamento dos créditos sobre a insolvência, a liquidação da massa insolvente e a sua distribuição pelos credores e devedores (nº1 do artigo 192º do CIRE).

A proposta do plano de insolvência pode ser apresentada pelo administrador de insolvência, pelo devedor ou por qualquer pessoa que responda legalmente pelas dívidas da insolvência (nº1 do artigo 193º do CIRE). Este deverá obedecer ao disposto no artigo 194º do CIRE, ou seja, ao princípio da igualdade de credores. O conteúdo do plano está descrito no artigo 195º do mesmo código.

Quando o plano estiver em conformidade com os critérios exigidos, a proposta deverá ser presente ao juiz que dará o seu deferimento ou indeferimento¹⁰. Se o plano for aprovado, o juiz deverá proferir a sentença homologatória do mesmo (artigo 214º do CIRE). Quando transitado em julgado a decisão de homologação do plano de insolvência, o juiz poderá dar como encerrado o processo de insolvência nos termos da alínea b do nº1 do artigo 230º do CIRE.

2.2.2.12. ENCERRAMENTO DO PROCESSO

As hipóteses de encerramento do processo de insolvência estão descritas no artigo 230º do CIRE. Normalmente, a hipótese de encerramento do processo de insolvência ocorre após a conclusão do rateio final. Contudo, o encerramento pode ocorrer numa situação de decisão de homologação do plano de insolvência, tendo este transitado em julgado, como verificado no ponto anterior. Uma outra alternativa de encerramento do processo é através de um pedido por parte do devedor em caso de este deixar de se encontrar em situação de insolvência ou no caso de todos os credores prestarem consentimento para tal (artigo 231º do CIRE). Pode também ocorrer no caso de o administrador de insolvência constatar uma situação de insuficiência de massa insolvente para satisfazer tanto as custas do processo, como as restantes dívidas da massa (artigo 232º do CIRE), ou então caso haja um despacho inicial de exoneração do passivo restante e o encerramento não seja declarado (nº1 do artigo 230º do CIRE).

Com o encerramento do processo de insolvência, todos os efeitos da declaração de insolvência cessam. Sendo estes efeitos, na sua maioria instrumentais em relação ao processo, é natural que se mantenham durante o seu curso e que cessem aquando do seu encerramento, de acordo com o artigo 233º do CIRE. Deste modo, para ser decretada a cessação destes efeitos, só é necessário o registo da decisão de encerramento do processo. Aquando do registo de decisão de encerramento, neste é mencionado o principal efeito da insolvência, no entanto não são abrangidos todos os efeitos instrumentais.

Pelo contrário, os efeitos especiais da declaração de insolvência, quando esta é considerada culposa, não é afetada pelo encerramento do processo. Os efeitos em causa não são determinados por interesses que se relacionem com a vida do processo e que se extinguem com o encerramento do mesmo, pois

¹⁰ A proposta do plano de insolvência é indeferida quando se verifique algum dos pressupostos descritos no nº1 do artigo 207º do CIRE.

são efeitos instrumentais. Por outro lado, são considerados mecanismos de tutela de interesses do próprio sujeito e de interesses mais gerais.

CAPÍTULO III – ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

Neste capítulo é efetuado um breve enquadramento macroeconómico para situar o contexto em que Portugal estava inserido no período de análise (2008–2016). Este capítulo tem duas secções: a primeira aborda brevemente a crise financeira internacional de 2008 e a segunda centra-se na crise económica e financeira nacional, que se faz sentir fundamentalmente a partir de 2010, fazendo-se referência às insolvências em Portugal.

3.1. CONTEXTO MACROECONÓMICO INTERNACIONAL

“Quem não aprende com a história está condenado a errar novamente.”¹¹

A primeira grande crise financeira do século XXI teve início nos EUA, em 2007, e ficou conhecida pela crise do *subprime*. Esta teve origem num setor específico do mercado de crédito hipotecário de alto risco e foi considerada por muitos economistas a pior crise desde a Grande Depressão de 1929 (IMF, 2008).

Segundo Alexandre *et al.* (2009), “o excesso de endividamento está na origem da crise financeira”¹² (p. 88). O mesmo autor refere que nos últimos anos do século XX e primeiros anos do século XXI, países como os EUA, Irlanda, Espanha e até mesmo Portugal, aumentaram de uma forma extraordinária os níveis de endividamento das famílias.

A **Tabela 1** apresenta os níveis de endividamento das famílias, medido em percentagem do rendimento disponível do país. Contata-se que todos os países apresentados aumentaram o seu nível de endividamento, quase o dobro, entre o ano de 1995 e o ano de 2012.

¹¹ (Paul Krugman, 2006)

¹² Segundo Alexandre *et al.* (2009) as crises económicas podem ter muitas causas, no entanto, no século XX a crise financeira tem estado na origem das mais graves crises económicas.

Tabela 1 – Endividamento das famílias medido em percentagem do rendimento disponível do país.

	EUA	Irlanda	Espanha	Portugal
	90%	104%	75%	51%
	(1995)	(2001)	(1999)	(1995)
	134%	223%	142%	144%
	(2007)	(2009)	(2007)	(2012)

Fonte – Elaboração própria através dos dados retirados de Alexandre *et al.* (2009).

Uma das causas que esteve na base deste aumento dos níveis de endividamento está relacionada com uma das maiores inovações do século XX, o crédito ao consumo. Nos anos 20, os bancos americanos começaram a vender créditos como forma de confiança nas famílias a que a eles recorriam. Como Alexandre *et al.* (2009) citaram, talvez “a melhor definição de banco fosse a de uma instituição que empresta um chapéu-de chuva quando está sol para o pedir de volta logo que começa a chover” (p.12). No entanto, no caso do mercado do *subprime* a situação verificada, segundo o mesmo autor, era que os bancos “emprestaram dinheiro a quem estava à chuva e sem que houvesse previsões de melhorias climatéricas” (p.13).

Várias foram as razões apontadas por Whalen (2008) para o aparecimento e rebentamento da bolha imobiliária americana, nomeadamente o incentivo governamental e bancário à aquisição de imóveis sem garantias, as falhas de regulamentação do mercado e o elevado grau de complexidade e opacidade a que chegaram os ativos financeiros.

Esta crise foi considerada por muitos uma crise essencialmente de liquidez, pela falta de liquidez suficiente no sistema financeiro para satisfazer as necessidades existentes na economia (Alexandre *et al.*, 2009). No entanto, se assim fosse, a solução seria o fornecimento de liquidez ao sistema financeiro, por parte dos bancos centrais. Contudo, a crise de confiança foi o que mais se agravou. O fluxo de fundos foi cortado, não em resultado da falta de liquidez, mas sim devido à desconfiança relativamente a reaver o valor emprestado.

A incerteza que se instalou no setor financeiro dos EUA gerou um clima de total desconfiança, que acabou por fazer com que as instituições financeiras, diminuíssem a concessão de crédito e, muitas

delas, começassem a vender os seus ativos (Alexandre *et al.*, 2009). Tais circunstâncias criaram um efeito de “bola de neve” na situação económico-financeira das empresas e, grande parte destas, a partir de meados do ano de 2007 com a crise instalada, começaram a descapitalizar financeiramente. A falta de liquidez, associada à depreciação do capital disponível, fez com que as instituições financeiras se posicionassem numa situação manifestamente crítica.

Neste sentido, verificou-se uma série de falências e nacionalizações de várias instituições financeiras importantes¹³. Destas destaca-se a falência do quarto maior banco de investimento norte americano, *Lehman Brothers*, em setembro 2008. Alexandre *et al.* (2009) citam que a falência deste banco de investimento “marcou o início da fase mais aguda da crise financeira e colocou o sistema financeiro norte americano a beira do colapso” (p. 108).

3.2. CONTEXTO MACROECONÓMICO NACIONAL

“A crise económica e financeira internacional teve um impacto particularmente negativo em Portugal”¹⁴

A crise na zona euro, consequência da crise financeira global, fez-se sentir sobretudo no ano de 2008 (FMI, 2012). Neste sentido, a estagnação de 2001 a 2014 pode dividir-se em dois períodos de acordo com Alexandre *et al.* (2016). O primeiro período (2001 a 2007) corresponde a uma fase de baixo crescimento económico que antecede a crise financeira internacional e o segundo período (2008 e 2014) corresponde ao impacto da crise financeira internacional e da crise das dívidas soberanas da zona euro, bem como ao período de ajustamento que se seguiu.

Irreversivelmente, partindo de uma base económica estruturalmente frágil, os sucessivos choques que se deram a nível global transmitiram-se para a economia nacional. Fruto de um elevado nível de

¹³ Nesta perspetiva aconselha-se a leitura da cronologia da crise do livro “*A crise financeira Internacional*” (2009).

¹⁴ (F. Martins, 2016, p.1)

endividamento externo¹⁵ e uma tendência de baixo crescimento fez com que Portugal tenha visto o seu acesso ao mercado da dívida internacional, em condições aceitáveis, reduzido¹⁶.

As principais razões justificativas deste aumento de restrições ao crédito foram a deterioração das condições de acesso ao financiamento de mercado, a posição de liquidez das instituições, o custo de capital e a percepção de riscos (Banco de Portugal, 2010).

Segundo Alexandre *et al.* (2016) os elevados níveis de endividamento condicionam a possibilidade das famílias e empresas aumentarem a procura interna. Por sua vez, os bancos ficam impedidos de cumprir a sua função de funcionamento. Consequentemente, o estado vê diminuir as suas receitas, aumentar as despesas e acrescido o facto de ter que suportar as dificuldades do setor bancário, fica limitada a sua capacidade de estimular a economia.

Neste sentido, o setor bancário estava fortemente endividado e muito dependente da ajuda do estado. O mercado interbancário, dado o elevado risco, deixou de funcionar, impossibilitando os bancos de se financiarem. Estas dificuldades por sua vez impediam-nos de emprestar, colocando em causa o financiamento da economia.

“Com o desenrolar da crise financeira internacional a liquidez desapareceu dos mercados financeiros” (Alexandre *et al.*, 2016, p. 130).

É irrefutável que, para que uma empresa se mantenha em funcionamento, esta precise de liquidez e de acesso a meios de financiamento que lhe permitam solver regularmente os seus compromissos. Conforme citou A. Martins (2016), “é o crédito o oxigénio da economia” (p.13). Deste modo, ainda segundo o mesmo autor, é necessário que as obrigações sejam pontualmente cumpridas e as dívidas saldadas para que uma economia “respire” de um modo saudável.

¹⁵ “A soma do endividamento das famílias, das empresas e do Estado, em percentagem do PIB, aumentou de cerca de 170% em 1995 para 380% em 2012. De 2012 para 2016, o endividamento diminuiu cerca de 30 pontos percentuais em consequência da desalavancagem do setor privado” (Alexandre *et al.*, 2017, p.31)

¹⁶ “Num contexto de fortes tensões nos mercados financeiros internacionais, o setor público português – e, em consequência, o setor bancário – perdeu acesso a financiamento de mercado em condições regulares” (Banco de Portugal, 2012 b, p.20)

Visto que na UE as empresas são muito dependentes de financiamento bancário (Alexandre *et al.*, 2016), exposto a uma situação debilitada com grandes restrições ao crédito, verificou-se em Portugal um disparo exponencial do número de insolvência de empresas. Os constantes desafios de crescimento e sustentabilidade, os quais o país tem ultrapassado têm dificultado e mesmo diminuído a capacidade de se criarem empresas que consigam sobreviver. Este número tem aumentado consideravelmente devido ao facto de estas empresas não terem capacidades para sanar os seus compromissos.

Com os efeitos da vasta crise económica que se tem arrastado até aos dias de hoje, as empresas portuguesas confrontam-se diariamente com dificuldades financeiras. Vendo-se na incapacidade de cumprir as suas obrigações e não conseguindo suportar a totalidade dos seus gastos, acrescido o facto de as instituições bancárias não concederem acesso ao crédito, o tecido empresarial português está a passar por uma fase de grande dificuldade. Este facto está a criar graves problemas estruturais e financeiros nas empresas que, muitas vezes, acabam por originar situações de insolvência.

O **Gráfico 1** apresenta o número de insolvências decretadas nos tribunais judiciais de 1^a instância, por ano, nos períodos homólogos de 2007 a 2016.

Como se pode verificar, a palavra insolvência tem vindo a ganhar ênfase na sociedade atual, incluindo no caso português. Esta eventualidade deve-se, maioritariamente, ao elevado número de insolvências que têm vindo a ser decretadas e que tem aumentado consideravelmente, sobretudo até ao ano de 2013 (**Gráfico 1**). Este acontecimento está associado ao contexto económico e financeiro que as empresas atravessaram nesse período. Nessa fase, e como já foi anteriormente referido, assistiu-se a uma degeneração do setor económico e financeiro das empresas portuguesas, o que levou a que muitas delas, não tendo outra opção, procedessem ao seu encerramento.

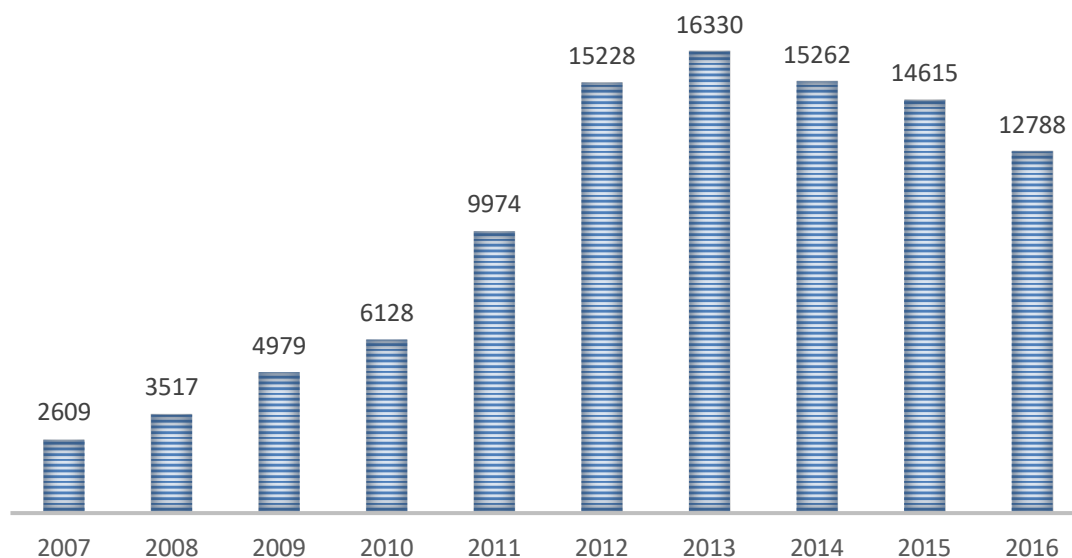


Gráfico 1 – Número de insolvências decretadas nos tribunais judiciais de 1ª instância por ano, no período de 2007 a 2016.

Fonte: Elaboração própria através dos dados recolhidos da Direção Geral da Política de Justiça.

Da análise efetuada ao **Gráfico 1**, pode concluir-se que, no horizonte temporal considerado, verificou-se o total de 101430 insolvências. Constatou-se uma tendência crescente do número de insolvências decretadas desde o ano de 2007 até ao ano de 2013, sendo esta tendência crescente, embora de forma pouco acentuada, invertida após esse mesmo ano. Ainda referente ao mesmo gráfico, torna-se importante aludir ao facto de que o maior aumento do número de insolvências decretadas (aproximadamente o dobro) é verificada entre o ano de 2011 e 2012. Esta ocorrência coincidiu com o período da crise de 2010 – 2014 e do ajustamento que Portugal teve que adotar, a 6 de abril de 2011, como resultado do pedido de ajuda externa. Nesse mesmo dia, a APB considerou urgente que Portugal efetuasse esse mesmo pedido de ajuda externa, por falta de capital para emprestar às empresas e pela sua classificação nos *rankings* como lixo.

Portugal, de forma a evitar a incapacidade de não conseguir responder, de forma adequada, às suas responsabilidades financeiras, marca o ano de 2011 com o retrato de uma situação financeira débil e pelo início da adoção de um conjunto de medidas de ajustamento¹⁷ dos desequilíbrios macroeconómicos e de carácter estrutural da economia portuguesa, pertencentes ao programa de pedido de ajuda externa.

¹⁷ Relatório de Estabilidade Financeira (2012).

Este programa de assistência económica e financeira “foi delineado com o intuito de devolver à economia as condições necessárias ao seu crescimento sustentado e potenciar o seu financiamento junto dos investidores internacionais num futuro próximo” (Banco de Portugal, 2012 a, p. 12).

É natural que as empresas passem por algumas fases de dificuldades económico-financeiras, todavia, nos últimos anos, nomeadamente após o ano de 2008, com a crise instalada na economia mundial, a qual se repercutiu de forma ainda mais acentuada para a economia nacional, levou a uma estagnação ou até mesmo a uma recessão económica sem paralelo. Perante esta situação, as instituições bancárias restringiram o crédito e algumas empresas, por não conseguirem vender os seus produtos nem obter financiamento junto das instituições bancárias, para o pontual cumprimento das suas obrigações económicas, viram-se obrigadas a colocar termo à sua laboração.

CAPÍTULO IV – METODOLOGIA

Neste capítulo é efetuada uma descrição detalhada do método de recolha, tratamento e análise dos dados utilizados para este estudo.

“É através da metodologia que se estuda, descreve e explica os métodos que se vão aplicar ao longo do trabalho, procurando garantir a exatidão e legitimidade dos resultados de forma a sistematizar os procedimentos adotados durante as várias etapas.”¹⁸

Gil (2008) cita que “na aceção científica, problema é qualquer questão não resolvida e que é objeto de discussão, em qualquer domínio do conhecimento” (p. 33). Assim, em primeiro lugar, no processo de investigação, é importante escolher o problema a ser investigado.

O principal objetivo deste estudo é comparar o valor do ativo declarado no balanço e o valor de dívida reclamado pelos credores com o valor de liquidação obtido, relativamente às empresas declaradas insolventes no período de 2008 a 2016.

No que concerne ao período temporal de análise, pode verificar-se que este é retratado por uma fase de grande fragilidade para a economia nacional, pois compreende a altura em que ocorreu uma das maiores crises económicas e financeiras portuguesas (2010 a 2014), compreendendo também a fase em que se decreta o maior número de insolvências de empresas em Portugal.

A escolha desta temática prendeu-se com a intenção de compreender a importância do método de avaliação de empresas sob a perspetiva da liquidação por comparação à perspetiva patrimonial. Ao comparar o valor dos ativos de uma empresa declarados no balanço com o seu valor de liquidação, pode verificar-se que, se o valor patrimonial de balanço é considerado uma medida aproximada do valor intrínseco dos ativos de uma empresa em atividade e, se o valor de liquidação representa o valor destes mesmos ativos da empresa em caso de dissolução, então, o estudo das relações entre estes valores, vai permitir verificar se o valor da empresa representado no balanço é o correspondente ao valor da empresa

¹⁸ (Teixeira, 2006, p.72)

insolvente. Por outro lado, efetuando-se uma análise comparativa entre o valor de liquidação e o valor da dívida reclamada pelos credores, vai ser possível averiguar se este valor económico da empresa insolvente é, ou não, suficiente para a satisfação dos seus credores.

Para a concretização do objetivo principal deste trabalho, tornou-se pertinente efetuar uma descrição legal do processo de insolvência em Portugal, bem como um enquadramento macroeconómico internacional e nacional. Uma exaustiva pesquisa bibliográfica permitiu compreender melhor quer o funcionamento do processo de insolvência em Portugal, quer o contexto económico e financeiro em que o país se encontrava inserido no período da análise. Efetuou-se ainda uma análise temporal da evolução das insolvências por ano, região e setor de atividade económica.

Ao nível da análise empírica foram divididos vários objetivos específicos. Primeiramente, é efetuada uma análise comparativa entre alguns rácios de rendibilidade, liquidez, estrutura e solvabilidade, com o objetivo de perceber se as empresas do estudo já se encontravam perante uma situação económica e financeira frágil, antes de se declararem insolventes. Numa segunda fase é estabelecida a relação entre o passivo e o ativo das empresas da amostra, em geral e por setores de atividade económica, sendo neste ponto analisadas algumas variáveis financeiras das empresas como o fundo de maneo, o capital próprio e o resultado líquido do exercício, enquanto uma possibilidade da determinação da situação económica financeira das mesmas numa perspetiva patrimonial.

A metodologia de investigação pode ser aplicada através de vários métodos. Após definidas as questões de investigação, pretende-se dar resposta às mesmas através de uma análise dos dados, da forma mais exequível. Assim, a metodologia utilizada neste estudo compreenderá uma análise descritiva dos dados que, segundo Reis (1996), consiste num processo de recolha, análise e interpretação de dados numéricos, através da criação de instrumentos adequados, que tem por objetivo o de descrever e contextualizar situações.

Os processos inerentes à recolha de dados estão subordinados ao tipo de informação necessária. Neste sentido, pode dividir-se o processo de construção da amostra em quatro fases. Numa primeira fase, foram extraídas do *Portal Citius*, uma plataforma *online* que contém toda a informação sobre o sistema de justiça português, a informação relativa a todas as empresas que tenham sido declaradas insolventes, no período de 1 de janeiro de 2008 a 31 de dezembro de 2016, e que tenham o processo encerrado

até à data de extração dos dados (31 de agosto de 2017). Desta fase obteve-se dados como o nome e NIF do insolvente, o administrador de insolvência, o ato de insolvência, a data de declaração e de conclusão do processo de insolvência.

Posteriormente, numa segunda fase, através do NIF das empresas anteriormente referidas, foi extraída da plataforma Amadeus informação financeira dessas empresas. Nesta etapa foram recolhidos dados como a localização e a CAE Rev. 3 das empresas para se efetuar a análise da evolução temporal destas, por região e por setor de atividade económica. Foram também extraídos dados do balanço como o valor do ativo, passivo, capital próprio, existências, resultado líquido do exercício, entre outros, para posteriormente se poder efetuar as relações entre estas variáveis financeiras e os dados das insolvências. De salientar que os dados financeiros obtidos para as empresas em estudo dizem respeito ao valor do último ano fiscal disponível, anterior à declaração de insolvência.

Numa terceira fase, por razões de análise, efetuou-se uma separação metodológica entre empresas imobiliárias e restantes, para efeitos de identificação das empresas relevantes para análise tendo por base os valores de balanço. Assim, foram apenas consideradas para efeitos de análise, empresas que tivessem um valor de imobilizado corpóreo¹⁹ superior a 1 000 000,00€, ou empresas com a atividade de “compra e venda de imóveis”, cujas existências fossem superiores a 1 000 000,00€. A segmentação entre as empresas com atividade de “compra e venda de imóveis” e as restantes, está relacionada com o facto de o valor dos imóveis destas que será o mais relevante em termos de liquidação, estar registado em existências. Depois de identificadas as empresas a analisar, e como consideraremos o valor total do ativo para efeitos de análise, não se torna relevante tratar estas empresas em separado. Guimarães (2006), menciona que quando se adquire um bem, se o adquirente exercer uma atividade relacionada com o setor imobiliário, o imóvel deve registar-se em “existências”, e como tal, deve ser efetuada uma avaliação às existências ao invés de uma avaliação ao imobilizado corpóreo, como sugere o SNC.

Para finalizar, os dados relativos às insolvências, como o valor da dívida reclamada pelos credores e o valor de liquidação, foram obtidos junto de administradores de insolvências e através da consulta de processos em tribunais. Para o efeito, foram contactados todos os administradores de insolvência via e-

¹⁹ O sistema de normalização contabilística, publicado através do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 Julho, com entrada em vigor em 1 de janeiro de 2010, veio consagrar nova metodologia no enquadramento contabilístico das imobilizações corpóreas, passando a designá-las por ativos fixos tangíveis.

mail e telefonicamente, sendo contactados pessoalmente os administradores que me foi possível visitar na região de Guimarães e Braga. Na impossibilidade de obter dados financeiros suficientes, foram ainda obtidos alguns dados através da consulta individual de processos, nos tribunais judiciais de Guimarães, Braga e Vila Nova de Famalicão.

Por razões de proteção e confidencialidade de dados, todos os dados recolhidos foram trabalhados em agregado, sem identificação de empresas.

CAPÍTULO V – DADOS

Neste capítulo são apresentados e descritos os dados recolhidos para o processo de construção da amostra explicado no capítulo anterior, sendo também efetuada uma breve descrição e caracterização da amostra final.

*“Os dados são o resultado final dos processos de observação e
experimentação”²⁰*

5.1. DEFINIÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO UNIVERSO

O presente estudo pretende analisar as principais relações entre as variáveis financeiras das empresas e os dados do processo de insolvência, tal como mencionado no capítulo anterior. O período de análise escolhido situa-se entre o ano de 2008 e 2016, sendo que este período compreende uma das principais crises económicas e financeiras em Portugal (2010–2014) como consequência da crise financeira internacional de 2008.

Desta forma, para responder aos objetivos definidos para este estudo, numa primeira fase do processo de recolha e tratamento de dados, foram extraídas do *Portal Citius* 20444 declarações de insolvência, decretadas entre 2008 e 2016 e cujo processo tenha sido encerrado até agosto de 2017.

O **Gráfico 2** apresenta a distribuição das empresas insolventes do universo de dados por ano. Neste é verificada uma tendência crescente do número de empresas insolventes até ao ano de 2012, momento em que se verificou um maior número de insolvências decretadas (3398 insolvências). Após o ano de 2012, embora ainda com valores significativos, a tendência crescente inverteu-se e os números de insolvências de empresas tem vindo a diminuir gradualmente. Estes dados vão sensivelmente ao encontro dos dados da DGPJ referidos no Capítulo III.

²⁰ (Vairinhos, 1996, p.21)

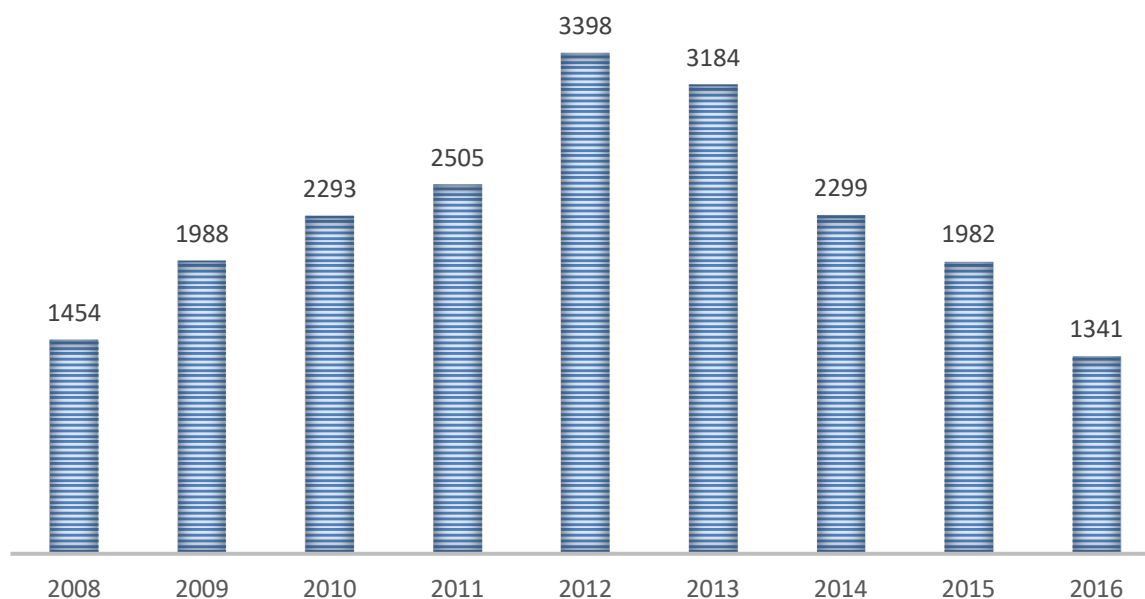


Gráfico 2 – Distribuição das empresas insolventes do universo de dados por ano.

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos do universo de dados.

Seguidamente, cruzou-se a informação anterior com os dados financeiros recolhidos da Amadeus e 16900 empresas tinham dados financeiros. Numa terceira fase, aplicaram-se duas restrições metodológicas, seleccionar, das empresas em estudo, as que compreendessem um imobilizado corpóreo superior a 1.000.000,00€ ou empresas cuja atividade fosse a “compra e venda de imóveis” com existências superiores a 1.000.000,00€. Daqui verificou-se que 593 empresas correspondiam a estes critérios. Destas empresas, 57 tinham como CAE²¹ “compra e venda de imóveis”.

Numa quarta fase, faz-se a interseção entre os dados financeiros recolhidos com a informação fornecida pelos administradores de insolvência e tribunais. Após o cruzamento destes dados, conseguiu-se informação para 147 empresas das quais 10 têm como CAE a “compra e venda de imóveis”.

Quando uma empresa decreta insolvência ou esta é decretada insolvente por pedido de outrem, há duas possibilidades fundamentais de dar continuidade ao processo de insolvência: ou a recuperação ou a

²¹ A listagem do CAE Rev.3 está disponível na secção dos Anexos no Anexo 1.

liquidação. Ambas as possibilidades têm como objetivo a satisfação dos credores. Assim, apresentado o pedido de insolvência (maioritariamente pela própria) e verificando-se a possibilidade da sua recuperação, estas têm duas vias possíveis, ou a recuperação da empresa via plano de insolvência ou a recuperação do devedor, via plano de recuperação. Nesta perspetiva, das 147 empresas estudadas foram implementados planos de insolvência/recuperação em 51 empresas.

Por outro lado, verificando-se a liquidação dos bens da empresa insolvente, é possível que de acordo com o disposto no artigo 232º do CIRE²², o processo de insolvência seja encerrado por insuficiência de massa insolvente. Assim, das empresas que colocaram em vigor o processo de liquidação dos seus ativos, 18 tiveram como encerramento do processo a insuficiência de massa. Estas empresas são estudadas mais à frente em conjunto com as restantes, tendo-se em conta todos os seus valores financeiros, bem como o valor da dívida reclamada pelos credores, sendo o valor de liquidação dos seus ativos contabilizado como zero.

5.2. DEFINIÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

A amostra final é constituída por 96 empresas insolventes, cuja data da sentença da declaração de insolvência está compreendida entre o período de 1 de janeiro de 2008 e 31 de dezembro de 2016, e que tenham o processo encerrado até à data de 31 de agosto de 2017, data de extração dos dados.

O **Gráfico 3** apresenta a distribuição das empresas insolventes da amostra por ano. Observa-se mais uma vez que o momento em que se verificou um maior número de insolvências decretadas corresponde ao ano de 2012.

²² “Verificando que a massa insolvente é insuficiente para a satisfação das custas do processo e das restantes dívidas da massa insolvente, o administrador da insolvência dá conhecimento do facto ao juiz, podendo este conhecer oficiosamente do mesmo.” (artigo 232º, nº1 do CIRE)

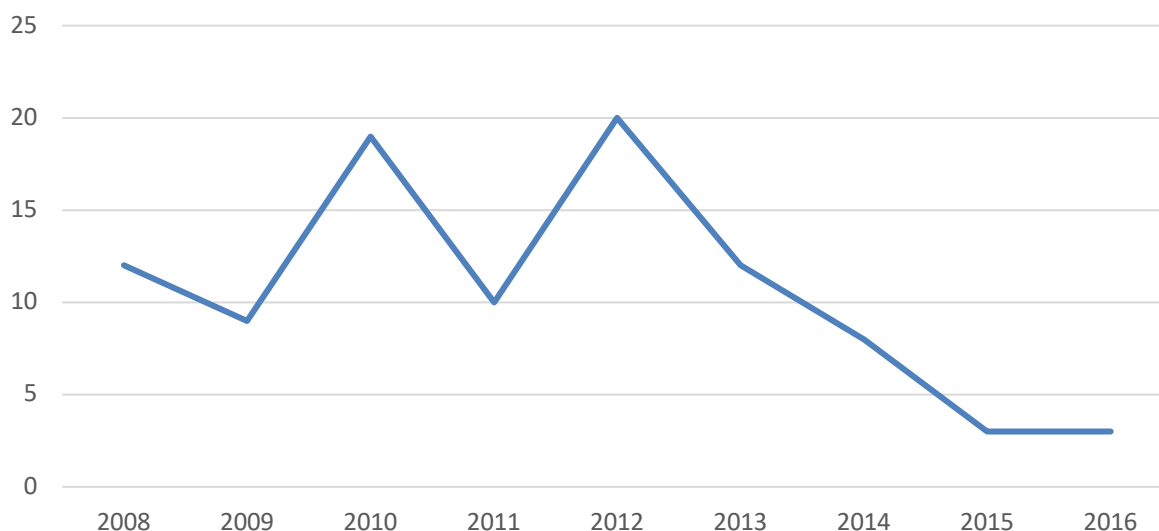


Gráfico 3 – Número de empresas insolventes da amostra por ano.

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

Efetuada uma análise dos dados das empresas insolventes por região, o **Gráfico 4** apresenta a distribuição das empresas insolventes da amostra por distrito. Pode apurar-se que das 96 empresas insolventes em análise, estas se encontram fortemente concentradas na zona do litoral norte. O distrito de Braga representa 46 empresas insolventes, seguindo-se o distrito do Porto com 18 e Lisboa e Aveiro com 8 e 5, respetivamente.



Gráfico 4 – Número de empresas insolventes da amostra por distrito.

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

O **Gráfico 5** apresenta a distribuição das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica. No que concerne à distribuição das empresas insolventes, de acordo com a CAE, constatou-se que o setor de atividade com mais insolvências decretadas foi o setor das indústrias transformadoras, com 42 empresas insolventes, seguindo-se o setor do comércio por grosso e a retalho, excluindo a venda de veículos automóveis e motociclos, com 19 empresas insolventes.

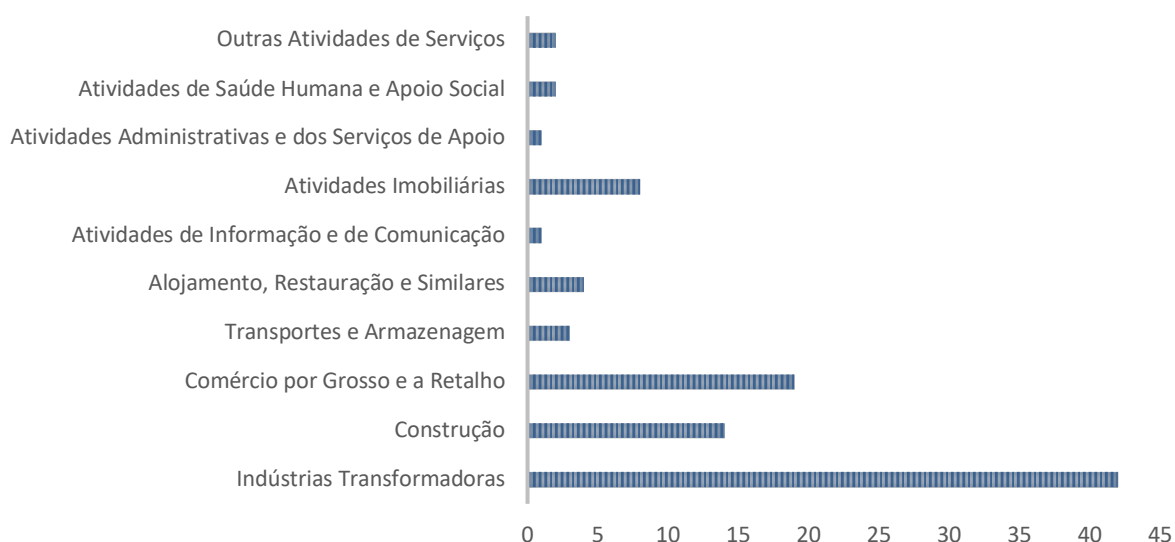


Gráfico 5 – Número de empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra.

As dificuldades económicas, as quais o país foi ultrapassando ao longo dos anos, também se refletiram no mercado da construção de edifícios e no setor das atividades imobiliárias. A quebra verificada na procura do mercado da construção de edifícios e a saturação na área da habitação originou igualmente um número de empresas insolventes significativas nestes setores (14 empresas insolventes no setor da construção e 8 empresas insolventes do setor das atividades imobiliárias).

CAPÍTULO VI – ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Neste capítulo, pretende-se mostrar os resultados obtidos a partir da análise dos dados recolhidos. Tal como referido no capítulo anterior, a amostra sobre a qual recai a análise é de 96 empresas insolventes.

Em primeiro lugar, são analisados rácios económicos e financeiros com o objetivo de verificar se as empresas estudadas já se encontravam perante situações críticas de rendibilidade, estrutura, liquidez e solvabilidade, antes de se declararem insolventes. Posteriormente efetuou-se uma análise comparativa de alguns dados do balanço das empresas da amostra, em geral e por setores de atividade económica, nomeadamente do valor do ativo, passivo e capital próprio, de modo a poder apurar-se a situação financeira das empresas através da perspetiva patrimonial.

Por fim, e para dar resposta ao objetivo principal deste estudo, de modo a verificar se a liquidação é efetivamente um processo compensatório do processo de insolvência, são estudadas as principais relações entre os dados financeiros das empresas e os dados das insolvências. Aqui são observadas principalmente a relação entre o valor do ativo decretado no balanço das empresas com o valor de liquidação dos ativos das empresas insolventes, a relação entre o valor da dívida reclamada pelos credores com o valor da dívida retratada pelo valor do passivo, e a relação entre o valor da dívida reclamada pelos credores e o valor de liquidação dos ativos.

Os setores de atividade económica mais relevantes para a análise foram selecionados por peso dos seus ativos (anexo 2). Os valores utilizados são valores agregados, quer para a amostra em geral, quer para as análises por setores de atividade económica.

6.1. RELAÇÃO ENTRE OS RÁCIOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS E A SITUAÇÃO DE INSOLVÊNCIA

É usual recorrer-se a uma avaliação das empresas através da análise de rácios económicos e financeiros. Estes são considerados uma ferramenta fundamental de gestão e contribuem para o conhecimento da situação atual de uma empresa, permitindo analisar a sua evolução económica e financeira ao longo do tempo. Os rácios de desempenho financeiro permitem estabelecer relações entre as demonstrações financeiras do balanço e a demonstração de resultados das empresas, possibilitando quantificar factos,

detetar anomalias e fazer comparações temporais. Para o efeito, foram analisados quatro tipos de rácios: rentabilidade, estrutura ou endividamento, liquidez e solvabilidade.

A **Tabela 2** apresenta os valores médios dos rácios de rentabilidade (económica e financeira), liquidez (geral, reduzida e imediata), autonomia financeira, endividamento e solvabilidade, das empresas da amostra em geral e por setores de atividade económica.

Tabela 2 – Média dos rácios de rentabilidade, estrutura ou endividamento, liquidez e solvabilidade, das empresas insolventes da amostra em geral e por setores de atividade económica.

	Indústrias Transformadoras	Construção	Comércio	Alojamento, Restauração e Similares	Atividades Imobiliárias	Amostra
Rendibilidade Económica	- 0,11	-0,07	-0,22	-0,04	-0,08	-0,11
Rendibilidade Financeira	-0,02	0,11	0,99	0,29	0,37	0,20
Liquidez Geral	1,10	1,59	0,72	2,00	4,95	1,43
Liquidez Reduzida	0,68	0,54	0,39	1,87	0,90	0,68
Liquidez Imediata	0,05	0,01	0,03	1,69	0,40	0,14
Autonomia Financeira	-0,02	-7,75	-0,44	0,02	0,00	-1,21
Endividamento	1,06	8,68	1,55	0,98	1,00	2,25
Solvabilidade	0,18	0,03	-0,08	0,12	0,07	0,12

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

Relativamente aos rácios de rentabilidade, estes determinam a eficiência dos recursos de uma empresa, tendo em conta a sua capacidade em gerar excedente económico. Relacionam os resultados gerados pela empresa, através da utilização dos seus recursos patrimoniais. Brigham e Houston (2003) citam que os rácios de rentabilidade “mostram os efeitos combinados da liquidez, da gestão de ativos e da dívida sobre os resultados operacionais” (p.89). A sua análise permite avaliar a capacidade de uma empresa em responder às suas obrigações para com os seus investidores, bem como a sua eficiência

para gerarem resultados. Deste modo, um bom número associado a este indicador implica êxito no negócio, tornando fácil a atração de novos fundos de investimento que possam permitir à empresa crescer e obter melhores condições de mercado.

O rácio, de rendibilidade económica ou rendibilidade dos ativos, determina o desempenho dos capitais que são investidos na empresa, independentemente de alguma decisão financeira em particular. Este relaciona o resultado líquido do exercício com o ativo líquido da empresa, indicando a capacidade desta em gerar lucro. De um modo geral, pode verificar-se que o rácio de rendibilidade económica apresenta um valor médio negativo em todos os setores de atividade analisados, pelo que se pode concluir que, em média, as empresas insolventes da amostra já não tinham capacidade de gerar lucros, de tal forma que o seu negócio já não se mostrava rentável.

O rácio, de rendibilidade financeira ou rendibilidade dos capitais próprios, relaciona o resultado líquido do exercício com o capital próprio da empresa, permitindo analisar a capacidade de autofinanciamento da mesma. “A rendibilidade dos capitais próprios indica o resultado líquido do período por cada euro investido pelos acionistas. Permite, desta forma, conhecer a capacidade que as empresas têm de remunerar os capitais investidos pelos seus acionistas” (Banco de Portugal, 2017 b, p.29). Nabais e Nabais (2005) referem que o indicador de rendibilidade financeira dos capitais próprios é usualmente utilizado como ponto de referência por investidores e bancos, que reconhecerão uma maior atratividade da empresa quanto maior for o valor deste rácio.

Um estudo da CBBP à rendibilidade das empresas portuguesas e europeias, em 2016, indica que é importante ter em conta que a rendibilidade dos capitais próprios pode ser influenciada quer pelo setor de atividade da empresa, sendo que existem setores de atividade tipicamente mais rentáveis que outros, quer pela dimensão das mesmas, que pode afetar o poder negocial da empresa face a clientes e fornecedores (Banco de Portugal, 2017 b).

Como se pode confirmar pela **Tabela 2**, a maior parte das empresas insolventes dos setores de atividade analisados, excetuando as empresas do setor das indústrias transformadoras, apresentam resultados médios positivos para este indicador. Este facto permite concluir que, em média, as empresas insolventes da amostra detinham uma certa capacidade de autofinanciamento. Contudo, é importante salientar que estes dados poderão estar a contradizer os resultados obtidos, pelo facto de este rácio ser calculado

através do quociente entre o resultado líquido do exercício e o capital próprio, e uma série de empresas da amostra apresentarem ambos os valores negativos, o que acaba por não se tornar um bom indicador para analisar.

No que concerne aos rácios de liquidez, estes permitem analisar em que medida uma empresa está em condições de cumprir as suas obrigações de natureza financeira de curto prazo. Neste sentido, analisam-se três rácios de liquidez: geral, reduzida e imediata.

O rácio de liquidez geral prende-se à hipótese, considerada improvável por muitas empresas, de uma liquidação imediata dos seus ativos circulantes e consecutivo vencimento dos créditos de curto prazo. Este rácio é, geralmente, utilizado para uma análise associada à concessão de créditos a curto prazo. Assim, um valor considerado normal para este rácio e que coloca a empresa em equilíbrio financeiro de liquidez, terá que ser superior à unidade. Caso contrário, salvo raras exceções, implica que a empresa em análise se encontra em situação de dificuldade.

Como se pode observar na **Tabela 2**, o valor médio da amostra para este rácio é positivo e superior à unidade, verificando-se também esta tendência, quando analisados os setores de atividade em separado. Somente as empresas pertencentes ao setor do comércio apresentam um valor médio abaixo da unidade.

Deste modo, sendo que este rácio expressa a capacidade de uma empresa pagar o seu passivo corrente recorrendo exclusivamente ao seu ativo corrente, medindo a capacidade de esta fazer face aos seus compromissos de curto prazo, o facto das empresas destes setores apresentarem um valor médio superior a 1, indica que, em média, estas se encontram em boa situação financeira de curto prazo. Isto é, em média, as empresas da amostra detinham ativos líquidos disponíveis suficientes para pagar as suas dívidas de curto prazo, contrariando uma suposta situação difícil na sua tesouraria.

O rácio de liquidez reduzida indica a capacidade de uma empresa em solver os seus compromissos de curto prazo, mediante as suas disponibilidades e créditos sobre terceiros. Embora este rácio e o rácio de liquidez geral permitam ambos determinar a situação financeira de curto prazo das empresas, o rácio de liquidez reduzida não considera que todos os ativos correntes sejam facilmente convertíveis em meio líquido, num período de curto prazo. Desta forma, ficam fora deste cálculo as existências.

Da análise aos valores médios a este rácio, apresentados na **Tabela 2**, verifica-se que em média, as empresas da amostra não têm capacidade para cumprir as suas convecções de curto prazo. É observável um valor médio para este indicador inferior à unidade em todos os setores de atividade analisados, à exceção das empresas do setor do alojamento, restauração e similares.

Como se pode corroborar, através da análise do rácio de liquidez geral, tinha-se concluído que, em média, as empresas insolventes dos setores de atividade destacados apresentavam uma boa capacidade de solver os seus compromissos de curto prazo. Todavia, através da análise do rácio de liquidez reduzida, é de notar que o valor médio deste índice passou a indicar o contrário. Este facto poderá estar relacionado com as elevadas existências destas empresas, passíveis de serem verificadas na **Tabela 3**.

A **Tabela 3** apresenta o valor do ativo corrente e das existências das empresas da amostra por setores de atividade económica. Relativamente a estas, pode-se concluir que mais de 40% dos ativos correntes das empresas da amostra correspondem a existências. No caso das empresas do setor das atividades imobiliárias, tendo em conta que nestas o principal valor que detêm é retratado em existências, não é de estranhar o valor apresentado (71,78%). No entanto, é de salientar o elevado valor da percentagem de existências no ativo corrente das empresas do setor do alojamento, restauração e similares. Este facto está associado a uma empresa em particular, do subsector do alojamento, que apresenta um valor de existências que ronda os 58 000 000,00€.

Tabela 3 – Ativo corrente e existências das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.

	Indústrias Transformadoras	Construção	Comércio	Alojamento, Restauração e Similares	Atividades Imobiliárias
Ativo Corrente	105 711 383,66€	32 122 561,28€	62 224 632,68€	59 806 763,25€	25 946 381,39€
Existências	43 402 833,72€	13 666 816,49€	22 801 325,40€	58 372 411,90€	18 624 924,11€
Existências / Ativo Corrente (%)	41,06%	42,55%	36,64%	97,60%	71,78%

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

O último rácio de liquidez analisado é o rácio de liquidez imediata. Este rácio expressa a capacidade que uma entidade tem em solver os seus compromissos de curto prazo com as disponibilidades existentes, ou seja, os meios financeiros líquidos disponíveis. Como se pode observar na **Tabela 2**, o valor médio deste rácio para a maior parte dos setores de atividade é muito próximo de zero, o que é normal, pois as empresas tendem a ter tesouraria nula. No entanto, pode verificar-se que as empresas do setor de atividade do alojamento, restauração e similares, e do setor das atividades imobiliárias apresentam valores médios bastante positivos para este índice. Quanto maior for este valor, maior é a liquidez das empresas e, consequentemente, a potencialidade de os credores virem a ser reembolsados com o valor do crédito concedido de curto prazo.

Um outro rácio analisado foi o rácio de autonomia financeira. Este permite analisar a capacidade de as empresas financiarem os seus ativos com recurso aos seus capitais próprios, sem a necessidade de recorrer a financiamento externo, mostrando ao gestor qual a percentagem dos ativos que está a ser financiada por capitais próprios. É um dos indicadores mais utilizados na análise financeira e um dos critérios de elegibilidade do beneficiário para os programas do Portugal 2020. Quanto mais reduzido for o valor obtido por este rácio, maior é a dependência da empresa de capitais alheios.

Como se pode verificar na **Tabela 2**, em média, as empresas dos diversos setores de atividade analisados apresentam baixos níveis para este índice, sendo que, na maior parte dos setores, o valor médio deste índice é negativo. Isto significa que, em média, as empresas insolventes da amostra já envolviam riscos acrescidos e pouca ou mesmo nenhuma solidez financeira.

Na perspetiva da análise efetuada anteriormente à autonomia financeira das empresas, torna-se importante analisar o rácio de endividamento. Este rácio relaciona o valor do ativo e do passivo de uma empresa, permitindo analisar o grau de dependência e risco da mesma. Deste modo, pressupõe-se que, quanto maior o valor determinado para este rácio, maior é o risco e menor a garantia oferecida à empresa. O rácio de endividamento é um rácio bastante utilizado para se efetuarem análises para concessão de crédito, pois este permite comparar o nível de dívida contraído pela empresa para o financiamento da sua atividade. Por outras palavras, representa o montante da dívida em relação ao património líquido da empresa. No caso de o rácio assumir valores demasiado altos, pode inviabilizar

possíveis pedidos de financiamento bancário. Assim, em termos de risco para a empresa, quanto menor for o seu valor de endividamento, melhor.

Como se pode observar na **Tabela 2**, o valor médio para este rácio ronda a unidade nos diversos setores de atividade estudados, o que indica que, em média, as empresas insolventes da amostra já se encontravam perante uma situação de falência técnica²³.

Por fim, analisa-se o rácio de solvabilidade. Este permite examinar a capacidade de uma empresa sanar os seus compromissos a médio e longo prazo, expressando a sua independência através de uma relação entre o capital próprio e o passivo. Somente um valor igual ou superior à unidade indica que a empresa dispõe de ativos suficientes para cobrir os créditos obtidos, de tal modo que o seu capital próprio é idêntico ou superior ao valor do seu passivo, ou seja, que o património da empresa é suficiente para cobrir as suas dívidas, podendo assim dizer-se que esta é solvente.

Em média, como verificado na **Tabela 2**, o valor obtido para este rácio é inferior a 0,5. Isto indica que, em média, as empresas estudadas tinham uma grande dependência para com os seus credores²⁴. Tal situação significa que as empresas necessitavam de obter financiamento externo para conseguirem satisfazer os seus compromissos à medida que estes iam vencendo. O facto de o seu património não ser suficiente para cobrir todas as suas dívidas, conferiu-lhes um elevado grau de risco e uma enorme fragilidade económica e financeira.

6.2. RELAÇÃO ENTRE OS DADOS DO BALANÇO E A SITUAÇÃO DE INSOLVÊNCIA

Sabe-se, de acordo com os princípios básicos da contabilidade, que o ativo é um recurso controlado pela empresa como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para esta benefícios económicos futuros. Estes provêm de acontecimentos ou transações passadas, são propriedade da empresa ou controlados por ela e são suscetíveis de gerar benefícios futuros através do seu uso ou venda. Por sua vez, o passivo é considerado como sendo as obrigações presentes de uma entidade,

²³ O conceito de falência técnica é abordado no capítulo II.

²⁴ Um outro estudo da CBBP (2018) sobre as indústrias transformadoras em Portugal indicava que a dependência de capital alheio é particularmente crítica para empresas cujo capital próprio é negativo (Banco de Portugal, 2018).

resultantes de acontecimentos passados, e de cuja liquidação se espera que resulte uma saída de recursos que incorporem benefícios económicos. Estes provêm de transações ou factos passados, são dívidas efetivas ou prováveis e originam, no futuro, a entrega de ativos para a sua liquidação (SNC, 2012).

Tendo em conta a relação entre estas duas variáveis contabilísticas e o conceito de insolvência, sabe-se que uma das primeiras características que serve de base para determinar uma situação de insolvência é a existência de um passivo manifestamente superior ao ativo (conforme o disposto no n.º 2 do artigo 3.º do CIRE).

A **Tabela 4** apresenta o valor do ativo e do passivo, corrente e não corrente de todas as empresas insolventes da amostra. Nesta pode observar-se que o valor total do passivo das empresas estudadas é superior ao valor total do seu ativo, representando o passivo 103, 26% do ativo. Contudo, apesar da diferença não ser muito significativa, apenas 18 957 783,40€, se o valor do ativo correspondesse ao valor de mercado, a superioridade manifesta do passivo face ao ativo e uma situação de insolvência não se tornaria assim tão evidente (Carvalho, 2009).

Epifânio (2016) refere que o que está em causa para determinar uma situação de insolvência é uma questão de solvabilidade. Nem sempre, o facto de o passivo ser manifestamente superior ao ativo implica que seja verificada uma situação de insolvência, sendo que o devedor poderá recorrer a fontes de financiamento externas. Por outro lado, há casos em que o ativo superior ao passivo indicam uma situação de insolvência, pela impossibilidade de se transformar o ativo líquido positivo em liquidez imediata.

Ainda nesta perspetiva, torna-se pertinente remeter para a existência de uma divisão entre ativos e passivos, em correntes e não correntes. É através desta classificação que são distinguidos os elementos que estão alocados à atividade operacional de curto prazo, dos que são usados nas operações de longo prazo. Assim, pode dizer-se que uma empresa está em equilíbrio de curto prazo, se o valor do seu ativo corrente for superior ao valor do seu passivo corrente, e o contrário. Observando o valor do ativo e do passivo das empresas numa perspetiva de curto prazo (**Tabela 4**), a situação é idêntica à referida anteriormente e segue a teoria tradicional de análise financeira. Verifica-se que no caso do passivo corrente, este corresponde a 143,31% do ativo corrente, demonstrando a fragilidade das empresas também no curto prazo.

Tabela 4 – Ativo e passivo (corrente, não corrente e total) das empresas insolventes da amostra.

		Passivo / Ativo (%)
Ativo Corrente	Passivo Corrente	
294 251 299,33€	421 687 411,94€	143,31%
Ativo não Corrente	Passivo não Corrente	
287 500 052,45€	179 021 723,24€	62,27%
Total Ativo	Total Passivo	
581 751 351,78€	600 709 135,18€	103,26%

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

Da análise efetuada a estas duas variáveis advém o conceito de fundo de maneiio. Este resulta da diferença entre o ativo e o passivo corrente, e é interpretado como sendo a parte do passivo que pode facilmente ser convertível em meio líquido no curto prazo. Se desta relação resultar um valor positivo, significa que a empresa utiliza excesso de capitais permanentes no financiamento do seu ativo corrente. Caso contrário, sendo este valor negativo, significa que parte do ativo não corrente está a ser financiado através de financiamento de curto-prazo, condição que poderá aumentar o risco de insolvência das empresas (Mota, 2013).

A **Tabela 5** apresenta as estatísticas descritivas do fundo de maneiio das empresas insolventes da amostra em geral e por setor de atividade económica. Como se pode verificar, em média, as empresas da amostra possuíam um fundo de maneiio negativo. Este valor vai ao encontro do que era esperado, tendo em conta os valores totais da amostra relativos ao passivo e ao ativo de curto prazo apurados na **Tabela 4**.

No entanto, é importante referenciar que diferentes setores de atividade requerem fundos de maneiio distintos. Por exemplo, no caso das empresas das indústrias transformadoras, estas têm uma maior necessidade de ativos de curto prazo para poderem adquirir matérias primas, necessárias ao seu processo de produção. Por outro lado, as empresas do setor do comércio, não possuindo uma fase de produção, tem uma menor necessidade de fundo de maneiio. Contudo, nem sempre é fácil as empresas

conseguirem obter fundo de maneiio, principalmente devido ao prazo de realização dos ativos correntes e à exigibilidade dos passivos correntes, tornando-se o fundo de maneiio insuficiente (Pires, 2006).

Como se pode observar na **Tabela 5**, em média, as empresas insolventes da amostra possuem um fundo de maneiio negativo, à exceção das empresas do setor da construção e das atividades imobiliárias. É conclusivo que as empresas que mais necessitam de fundo de maneiio para dar continuidade à sua atividade regularmente, nomeadamente as empresas do setor das indústrias transformadoras, apresentam, em média, um fundo de maneiio negativo.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas do fundo de maneiio das empresas insolventes da amostra em geral e por setor de atividade económica.

	Mínimo	Média	Máximo
Amostra	- 72 195 476,11€	- 1 327 459,51€	6 728 807,26€
Indústrias Transformadoras	- 17 099 507,65€	- 644 439,79€	6 728 807,26€
Construção	- 4 677 802,63€	7 539,54€	1 569 974,78€
Comércio	- 17 975 630,23€	- 1 840 466,03€	5 531 465,61€
Alojamento, Restauração e Similares	- 72 195 476,11€	- 18 202 730,28€	745 358,14€
Atividades Imobiliárias	- 658 368,10€	1 472 341,37€	4 437 419,92€

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

A **Tabela 6** apresenta o valor do ativo e do passivo das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica. Efetuando uma análise nos moldes do que foi anteriormente realizado para a amostra em geral, pode concluir-se que na maior parte dos setores de atividade destacados, excetuando o setor das indústrias transformadoras e o setor da construção, o valor total do passivo das empresas insolventes analisadas é superior ao valor total do seu ativo, presumindo-se assim a existência de um capital próprio negativo.

Tabela 6 – Ativo e passivo das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.

	Ativo	Passivo	Passivo / Ativo (%)
Indústrias	236 758 526,80€	224 868 527,11€	94,98%
Transformadoras			
Construção	54 989 817,84€	48 269 425,76€	87,78%
Comércio	102 347 716,11€	121 587 815,34€	118,80%
Alojamento,			
Restauração e Similares	121 505 893,46€	142 400 808,74€	117,20%
Atividades Imobiliárias	27 828 766,01€	28 331 634,45€	101,81%

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

Usualmente, o balanço de uma empresa é considerado uma representação do seu património²⁵, pelo que a expressão numérica do valor patrimonial de uma empresa denomina-se de situação líquida, capital próprio ou património líquido. A igualdade da expressão $ATIVO = PASSIVO + CAPITAL PRÓPRIO$ resulta em três situações líquidas distintas, dependendo da relação entre o valor do ativo e o valor do passivo. Deste modo, segundo os critérios da contabilidade baseada no balanço, se o valor do ativo for superior ao valor do passivo, então, poder-se-á dizer que a empresa está perante uma situação líquida ativa, cujo capital próprio é positivo. Por outro lado, se o valor do passivo da empresa for superior ao valor do seu ativo então, a empresa poderá estar perante uma situação líquida passiva²⁶, com um capital próprio negativo. Por fim, se o valor do ativo igualar o valor do passivo da empresa, então presume-se um capital próprio nulo e poderá dizer-se que a empresa está perante uma situação líquida nula.

Analisando agora o valor do capital próprio, a **Tabela 7** apresenta as estatísticas descritivas do valor do capital próprio de todas as empresas insolventes da amostra em geral e por setor de atividade económica. Pode concluir-se que, em média, o capital próprio das empresas estudadas era negativo, à exceção das empresas do setor da indústria transformadora e do setor da construção. Este facto já era esperado tendo em conta os valores observados anteriormente.

²⁵ De acordo com o SNC (2012), por património entende-se como sendo a quantia que seria preciso dar para obter, para receber em troca todo o ativo, ficando ao mesmo tempo com o encargo de pagar todo o passivo.

²⁶ Nesta situação, em que o passivo é manifestamente superior ao ativo, e em que o capital próprio assume um valor negativo, é comum afirmar-se que a empresa se encontra em situação de falência técnica.

Verificando-se, em média, um valor do capital próprio negativo, isto implica que as atividades das empresas estudadas eram maioritariamente financiadas por capital alheio, presumindo-se deste modo que estas empresas já se encontravam numa situação bastante vulnerável, antes de decretarem insolvência.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas do capital próprios das empresas insolventes da amostra em geral e por setor de atividade económica.

	Mínimo	Média	Máximo
Amostra	- 21 619 364,24€	- 13 079,83€	7 847 653,22€
Indústrias Transformadoras	- 7 411 061,73€	610 128,87€	7 847 653,22€
Construção	- 2 551 072,29€	357 109,14€	6 700 150,96€
Comércio	- 13 902 378,53€	- 769 604,32€	2 500 149,14€
Alojamento, Restauração e Similares	- 21 619 364,24€	- 5 223 728,82€	1 073 250,64€
Atividades Imobiliárias	- 602 837,14€	- 62 858,56€	327 776,05€

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

Um estudo da CBBP²⁷ decreta que, em 2016, cerca de 28% das empresas portuguesas não financeiras em Portugal apresentavam um valor negativo do seu capital próprio. Este fator era indicativo da grande dependência de capital alheio por parte destas empresas que procuravam financiamento externo, nomeadamente, através de dívida remunerada²⁸ e de créditos comerciais. Estas fontes de financiamento externo, no seu conjunto, correspondiam a 73% do passivo total destas empresas.

Um outro fator indicativo de uma possível situação de insolvência pode ser observado através de uma análise aos resultados líquidos do exercício das empresas. A **Tabela 8** indica o valor médio dos resultados líquidos das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.

²⁷ “Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2012-2016”, 2017

²⁸ “A dívida remunerada corresponde ao conjunto dos financiamentos remunerados obtidos, designadamente, através da emissão de títulos de dívida, empréstimos junto de instituições de crédito e sociedades financeiras, financiamentos junto de empresas do grupo e outros financiamentos obtidos.” (Banco de Portugal, 2017 a, p.35)

No que diz respeito ao valor dos resultados líquidos das empresas da amostra por setor de atividade, pode concluir-se que, em média, num plano geral, estes já não se mostravam favoráveis. Em todos os setores de atividade analisados verificam-se valores médios negativos. Este facto já era previsível tendo em conta as variáveis estudadas anteriormente e pode ser justificativo da necessidade de declaração de insolvência por parte das empresas estudadas.

Tabela 8 – Valor médio do resultado líquido do exercício das empresas insolventes da amostra por setor de atividade económica.

	Indústrias Transformadoras	Alojamento, Restauração e Similares	Comércio	Construção	Atividades Imobiliárias
Resultado Líquido do Exercício	- 441 770,20€	- 53 582,86€	- 323 105,00€	- 133 284,60€	- 151 055,53€

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

6.3. RELAÇÃO ENTRE OS DADOS FINANCEIROS E OS DADOS DAS INSOLVÊNCIAS

Como já foi exposto anteriormente, a um processo de insolvência está eventualmente associada uma destruição de capacidade económica. Todavia, é esperado que, com a liquidação dos bens da empresa insolvente, se consiga gerar criação de valor, de tal modo que seja possível indemnizar os credores, diminuindo assim o valor das perdas na economia.

Na tentativa de perceber a relação entre o valor patrimonial das empresas e o seu valor de liquidação, efetua-se, em primeiro lugar, uma análise comparativa entre estes dois valores. Posteriormente, segue-se uma análise do valor total do passivo e do valor total da dívida reclamada pelos credores das empresas insolventes da amostra. Para finalizar, analisam-se os dois principais valores associados ao processo de insolvência: valor da dívida reclamada pelos credores e valor de liquidação dos ativos.

6.3.1. RELAÇÃO ENTRE ATIVO E VALOR DE LIQUIDAÇÃO

Como já indicado anteriormente, quando uma empresa decreta insolvência e se dá início ao processo de insolvência, há duas situações que podem ocorrer: ou a recuperação económica da empresa ou a sua liquidação.

Cordeiro (2011) definiu que o conceito de liquidação, em termos práticos,

implica o levantamento de todas as situações jurídicas relativas à sociedade em liquidação, resolução de todos os problemas pendentes que a possam envolver, a realização pecuniária (se for o caso) dos seus bens, o pagamento de todas as dívidas e o apuramento do saldo final, a distribuir pelos sócios.
(p.1150)

Ainda segundo o mesmo autor, os principais objetivos da liquidação estão associados ao interesse dos credores, que tem o direito de verem os seus créditos satisfeitos, e ao interesse dos sócios, que tem o direito de recuperar o valor das suas entradas.

Assim, uma situação de equilíbrio e de plena satisfação de ambas as partes, credores e sócios, pressupõe que o valor do ativo de uma empresa seja de tal modo suficiente que consiga cobrir o valor do passivo e do capital próprio da mesma.

A **Tabela 9** apresenta os valores do ativo e de liquidação dos ativos, das empresas insolventes da amostra em geral e por setor de atividade económica. Da análise da tabela concluiu-se que o valor de liquidação dos ativos das empresas estudadas é bastante inferior ao valor do ativo registado no balanço das mesmas. Neste sentido, constatou-se que o valor apurado da liquidação apenas correspondeu a cerca de 5% do valor dos ativos inscritos no balanço. Efetuando uma análise por setores de atividade económica, observa-se que no setor da construção, o valor de liquidação correspondeu a aproximadamente 12% do valor dos ativos, já no setor das indústrias transformadoras e das atividades imobiliárias este valor correspondeu apenas a cerca de 8% e 6%, respetivamente. Nos restantes setores de atividade económica, o valor de liquidação correspondeu a valores abaixo de 2%.

Tabela 9 – Ativo e valor de liquidação dos ativos das empresas insolventes da amostra.

	Ativo	Valor de Liquidação dos Ativos	Valor de Liquidação dos Ativos / Ativo (%)
Amostra	581 751 351,78€	30 102 288,75€	5,17%
Indústrias Transformadoras	236 758 526,80€	19 372 525,66€	8,18%
Construção	54 989 817,84€	6 532 726,16€	11,88%
Comércio	102 347 716,11€	1 612 772,65€	1,58%
Alojamento, Restauração e Similares	121 505 893,46€	5 339,32€	0,00%
Atividades Imobiliárias	27 828 766,01€	1 691 053,30€	6,08%

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

Deste modo, verifica-se neste estudo que os valores dos ativos reconhecidos no balanço não correspondem em valor ao resultado da liquidação.

Como já mencionado no capítulo II, estas diferenças podem estar associadas a más escolhas de gestão relacionadas com o método de avaliação de empresas, que resultam numa imperfeita avaliação dos seus ativos. Naturalmente, com o decorrer do tempo, os bens de uma empresa vão desvalorizando e, muitas vezes, esta desvalorização não é tida em conta na contabilidade destas, pelo que, em muitos casos, consta no seu balanço o registo dos ativos a um custo histórico e não o do seu valor atualizado. Esta é uma das principais limitações apontadas ao método de avaliação de empresas pela perspetiva patrimonial. Uma outra razão pela qual os valores de venda dos ativos são distintos dos valores registados no balanço prende-se com o próprio conceito de liquidação, usualmente não considerado por muitos gestores.

O facto de os bens disponibilizados para venda serem vendidos no estado físico e jurídico em que se encontram, faz com que muitas vezes estes percam valor de mercado e como tal são alienados pelo seu valor de liquidação. Também o facto de se colocar termo à atividade de uma empresa e se verificar uma necessidade de venda antecipada dos seus ativos faz com que estes percam valor quando comparados com uma situação normal de venda. Segundo o n.º 1 do artigo 814.º do CPC “pode o juiz autorizar a venda

antecipada de bens, quando estes não possam ou não devam conservar-se, por estarem sujeitos a deterioração ou depreciação, ou quando haja manifesta vantagem na antecipação da venda”. Por outro lado, quando se dá a venda forçada dos ativos, o CPC declara, segundo o nº2 do artigo 816º que o valor anunciado para venda é 85% do valor base destes.

No caso particular deste estudo, é importante ter em conta que 18 empresas insolventes da amostra encerraram o seu processo de insolvência por insuficiência de massa insolvente, sendo o valor de liquidação dos ativos destas empresas contabilizado como zero.

A **Tabela 10** apresenta o valor do ativo (total, mínimo, médio e máximo) das empresas insolventes da amostra cujo processo de insolvência encerrou por insuficiência de massa. Nestes casos, verificou-se que 214 102 242,56€ em ativos não foram avaliados e como tal, são dados como perdas para o setor económico. A empresa da amostra com menor valor reportado no balanço, estava avaliada em 23 538,49€ e a empresa com maior valor de ativos registado no balanço estava avaliada em 114 003 710,92€. Em média, estas empresas do estudo, cujo processo de insolvência foi encerrado por insuficiência de massa, apresentavam um valor de ativos a rondar os 12 000 000,00€. Mesmo assim, concluiu-se que as despesas da liquidação não conseguiriam cobrir as custas do processo, sendo a empresa encerrada e considerada como tendo valor económico nulo.

Tabela 10 – Ativo das empresas insolventes da amostra cujo processo encerrou por insuficiência de massa.

Ativo	Mínimo	Média	Máximo
214 102 242,56€	23 538,49€	11 894 569,03€	114 003 710,92€

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

6.3.2. RELAÇÃO ENTRE VALOR DA DÍVIDA E DÍVIDA RECLAMADA PELOS CREDORES

Como já supramencionado, o passivo de uma empresa corresponde às obrigações presentes da mesma e compreende, por exemplo, os empréstimos bancários, as dívidas ao estado, a fornecedores e a outros credores efetuados pela empresa. Deste modo, como abordado no capítulo II, aquando da declaração

de insolvência, se estas obrigações não estiverem vencidas, os credores da empresa insolvente têm a oportunidade de reclamar os seus créditos, na fase do processo de insolvência que corresponde à fase da reclamação dos créditos e restituição e separação de bens (artigos 128º a 140º do CIRE).

Naturalmente, seria de esperar que todos os credores da empresa insolvente reclamassem os seus créditos, de tal modo que o valor da dívida reclamada pelos credores fosse igual, ou parcialmente próximo do valor do passivo da empresa escriturado no balanço.

A **Tabela 11** apresenta o valor do passivo e dívida reclamada pelos credores das empresas da amostra em geral e por setor de atividade económica. Contudo, como pode ser verificado para a amostra, o valor total dos créditos reclamados pelos credores em pouco ultrapassou metade do valor total do passivo das empresas estudadas. Da análise efetuada aos diversos setores de atividade económica, é de notar que no setor das atividades imobiliárias, o valor da dívida reclamada pelos credores é superior ao valor do passivo descrito no balanço, em cerca de 5%. Nestes casos, a hipótese pode prender-se ao facto de o valor reconhecido do passivo do balanço estar registado pelo valor nominal da dívida. Relativamente às empresas do setor das indústrias transformadoras e da construção, os créditos reclamados corresponderam quase à totalidade do passivo. No caso das empresas do setor do alojamento, restauração e similares, os créditos reclamados representam cerca de 2% do valor da dívida inscrito no balanço.

Tabela 11 – Passivo e dívida reclamada pelos credores das empresas insolventes da amostra.

	Passivo	Valor da Dívida Reclamada pelos Credores	Valor da Dívida Reclamada pelos Credores / Passivo (%)
Amostra	600 709 135,18€	329 919 005,82€	54,92%
Indústrias Transformadoras	224 868 527,11€	181 171 099,08€	80,57%
Construção	48 269 425,76€	47 355 724,67€	98,11%
Comércio	121 587 815,34€	63 485 362,84€	52,21%
Alojamento, Restauração e Similares	142 400 808,74€	2 210 922,11€	1,55%
Atividades Imobiliárias	28 331 634,45€	29 815 300,41€	105,24%

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

Como já exposto anteriormente, os credores de uma empresa têm, quando esta se decreta insolvente, duas opções: reclamar ou não reclamar os seus créditos. Dentro da lista de créditos reclamados pelos credores, o AI classifica-os como reconhecidos ou não reconhecidos. Neste sentido, é importante referir que só são pagos, na devida proporção, os créditos reconhecidos pelo AI na sentença de verificação e graduação dos créditos. Deste modo, a diferença verificada entre o valor do passivo e dos créditos reclamados, pode ser justificada por uma série de créditos não reclamados pelos credores ou não reconhecidos pelo AI.

Uma outra possibilidade prende-se ao facto de algumas empresas, após declararem insolvência, possuírem alguns recursos disponíveis e, deste modo, saldarem algumas dívidas de curto prazo no decorrer do processo de insolvência, entre a produção do balanço e a insolvência. No entanto, será que isso significa que houve cerca de 270.000.000,00€ de ativos que, entretanto, saíram das empresas?

6.3.3. RELAÇÃO ENTRE VALOR DE LIQUIDAÇÃO E DÍVIDA RECLAMADA PELOS CREDORES

Por fim, pode ainda estabelecer-se uma relação comparativa entre o valor da dívida reclamada pelos credores e o valor de liquidação dos ativos.

O artigo 152º do CSC indica que, para a liquidação de uma sociedade, devem ultimar-se todos os negócios pendentes, cumprir as obrigações e cobrar os créditos, pagar as dívidas para o qual o ativo seja suficiente, reduzir a dinheiro o património residual e partilhar o remanescente. Segundo Prata (2008), a liquidação de uma sociedade pode ser considerada como um conjunto de operações necessárias para realizar o ativo de modo a pagar o passivo. Ainda segundo a mesma autora, o remanescente deverá estar destinado ao reembolso, integral ou parcial, do montante das entradas realizadas pelos sócios.

Efetuada uma análise comparativa entre o valor da dívida reclamada pelos credores e o valor de liquidação dos ativos, era desejável que estes fossem o mais próximos possível, de tal modo que, no final do processo de insolvência, todas as dívidas pudessem ser saldadas e todos os credores fossem devidamente indemnizados.

Conquanto, é importante ter em conta que o valor de liquidação dos ativos não é aquele que corresponde ao valor disponível para rateio final. Após realizada a liquidação dos bens da massa insolvente, o administrador de insolvência, só depois de pagas as despesas da massa insolvente e honorários a si mesmo, é que efetua um mapa de rateio onde consta o plano de pagamento aos credores e posterior pagamento aos sócios²⁹, consoante o remanescente disponível. No caso de o produto da liquidação ser suficiente para o pagamento integral dos créditos sobre a massa e sobre a insolvência, e ainda existir saldo, este é entregue ao devedor, conforme o descrito no n.º1 do artigo 184º do CIRE. No entanto, e como se assiste neste estudo, em cerca de 99% dos casos das empresas analisadas da amostra, o valor de liquidação dos ativos só satisfaz os credores numa pequena percentagem dos seus créditos. É pertinente salientar que apenas uma empresa insolvente da amostra conseguiu indemnizar na totalidade

²⁹ Os sócios são considerados na lista dos credores subordinados, de acordo com o artigo 48º do CIRE, sendo o pagamento a estes efetuado consoante o disposto do artigo 177º do CIRE.

os seus credores e sócios, tendo ainda o remanescente ficado ao encargo do Administrador de Insolvência.

Ainda neste sentido, é possível que o administrador de insolvência constate que os ativos da empresa são insuficientes para satisfazer as custas do processo e as restantes dívidas da massa (conforme o artigo 230º), sendo deste modo declarado o encerramento do processo de insolvência por insuficiência de massa, não sendo indemnizado qualquer credor ou sócio.

A **Tabela 12** apresenta o valor da dívida reclamada das empresas insolventes da amostra, cujo processo encerrou por insuficiência de massa. Nestas circunstâncias verificou-se que, 38 847 770,32€ em dívida reclamada não foi devidamente paga aos seus credores, por se considerar insuficiente o património da empresa insolvente.

Tabela 12 – Dívida reclamada pelos credores das empresas insolventes da amostra, cujo processo encerrou por insuficiência de massa.

Dívida Reclamada pelos Credores	
	38 847 770,31€

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

A **Tabela 13** apresenta o valor da dívida reclamada pelos credores e o valor de liquidação dos ativos das empresas insolventes. Observa-se que o valor de liquidação dos ativos é largamente afastado do valor necessário para conseguir satisfazer os créditos reclamados pelos credores, quer parcial quer integralmente. O valor de liquidação dos ativos das empresas da amostra somente satisfaz em cerca de 9% os credores e sócios destas empresas. Numa análise por setores de atividade económica, as empresas insolventes da amostra pertencentes ao setor da construção somente conseguiram satisfazer os seus credores em aproximadamente 14% dos seus créditos. No que respeita às empresas do setor das indústrias transformadoras estas conseguiram indemnizar em perto de 11% os seus credores. No caso das restantes empresas estas só conseguiram ressarcir os seus credores em menos de 6%.

Tabela 13 – Dívida reclamada pelos credores e valor total de liquidação dos ativos de todas as empresas insolventes da amostra.

	Dívida Reclamada pelos Credores	Valor de Liquidação dos Ativos	Valor de Liquidação dos Ativos / Dívida Reclamada pelos Credores (%)
Amostra	329 919 005,82€	30 102 288,75€	9,12%
Indústrias Transformadoras	181 171 099,08€	19 372 525,66€	10,69%
Construção	47 355 724,67€	6 532 726,16€	13,89%
Comércio	63 485 362,84€	1 612 772,65€	2,54%
Alojamento, Restauração e Similares	2 210 922,11€	5 339,32€	0,24%
Atividades Imobiliárias	29 815 300,41€	1 691 053,30€	5,67%

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra em estudo.

Assim, pode concluir-se que as empresas insolventes, apesar de terem algum valor económico adquirido através do processo de liquidação, este acaba por não se mostrar suficiente para satisfazer os seus credores bem como sustentar as custas/despesas do processo, gerando-se assim algumas perdas significativas.

CAPÍTULO VII – CONCLUSÃO

Em Portugal observou-se, desde o ano de 2008, o aumento gradual do número de empresas a decretarem insolvência até ao ano de 2012 que atingiu o valor máximo de 3398 insolvências. A partir dessa data verificou-se uma tendência para a redução das insolvências anuais, continuando, contudo, a ser sentenciadas milhares de insolvências de empresas por ano. Globalmente, no período em análise foram identificadas 20444 insolvências.

A falta de liquidez das empresas, associada à sua pouca capacidade em obter financiamento interno e externo, aumentou os níveis de endividamento destas empresas e levou a que uma grande parte se deparasse com severos problemas de solvabilidade e conseqüentemente tivessem que decretar insolvência.

Através da análise efetuada a uma amostra de 96 empresas insolventes, constatou-se que, em média, estas já se encontravam incapacitadas de gerar lucros, pelo que a sua atividade económica já não se demonstrava rentável numa perspetiva de continuidade. Verificou-se também que as empresas detinham um elevado número de existências, sendo que estas representavam cerca de 40% dos seus ativos circulantes, pelo que a capacidade destas se transformarem em meios líquidos imediatos para solverem os seus compromissos de curto prazo estava bastante dificultada.

Da análise efetuada às principais determinantes financeiras do balanço das empresas, verificou-se que o passivo declarado das empresas da amostra era manifestamente superior ao seu ativo. Conseqüentemente, o valor médio do capital próprio das empresas insolventes da amostra era negativo, o que indicava uma forte dependência de capital alheio. As fontes de financiamento externas eram, assim, fundamentais para que estas empresas conseguissem resistir no mercado. Contudo, a falta de credibilidade destas empresas, conjuntamente com as perspetivas de risco elevado indicadas pelos diversos rácios, dificultava ainda mais este processo.

Como foi referido, o processo de insolvência das empresas implica a compensação dos credores, ainda que parcial, através do processo de liquidação dos ativos dessas empresas. Sendo o principal objetivo desta dissertação a comparação do valor patrimonial de balanço com o valor de liquidação das empresas insolventes da amostra, pode verificar-se que estes dois valores são bastante distintos. Constatou-se que

o valor de liquidação dos ativos das empresas insolventes analisadas corresponde, unicamente, a aproximadamente 5% do valor total dos ativos descritos no balanço destas.

Ainda nesta perspetiva, sendo o principal objetivo do processo de insolvência a satisfação dos credores através da recuperação da empresa ou, quando tal não se afigure possível, através da liquidação dos seus ativos, pode averiguar-se que, com o produto obtido da liquidação dos ativos destas empresas, apenas se conseguiu satisfazer os seus credores em sensivelmente 9% dos seus créditos.

Assim, o ativo total das empresas em estudo corresponde a 581 751 351,78€ e os créditos reclamados remontaram ao valor de 329 919 005,82€. O produto da liquidação dos ativos, que serviria para indemnizar os credores e os sócios das empresas insolventes, resultou em apenas 30 102 288,75€.

Quando analisadas as empresas insolventes da amostra por setores de atividade económica, o cenário não se mostrou muito diferente, todavia, é evidente que, consoante o setor de atividade em que as empresas atuam, as condições de análise são distintas. No caso das empresas do setor das indústrias transformadoras, estas possuem um valor do ativo superior ao valor do passivo. No entanto, apesar do elevado valor de ativo apresentado no balanço, o valor de liquidação correspondeu somente a 8,18% deste. Consequentemente, através do produto da liquidação obteve-se o suficiente para indemnizar os credores em aproximadamente 11% dos seus créditos. Por sua vez, no caso das empresas do setor da construção a tendência é semelhante. Estas apresentam um valor do ativo superior ao passivo, sendo que o valor de liquidação correspondeu apenas a cerca de 12% do valor dos ativos reportados no balanço. A liquidação dos bens das empresas insolventes do setor da construção permitiu uma indemnização dos credores em 13,89%. Relativamente às empresas do setor do comércio e do alojamento, restauração e similares, estas são as que apresentam valores mais críticos de análise. Apresentam valores de passivo manifestamente superiores ao ativo (a rondar os 120%), e o valor de liquidação dos seus ativos corresponde a 1,58% para as empresas do setor do comércio e a aproximadamente 0% para as empresas do setor do alojamento, restauração e similares. Concomitantemente, o valor de liquidação permitiu uma satisfação dos créditos reclamados em 2,54% e 0,24%, respetivamente. Por fim, no que concerne às empresas do setor das atividades imobiliárias, estas apresentam um valor patrimonial de balanço equilibrado. No entanto, o valor de liquidação correspondeu a próximo de 6% do valor dos ativos, permitindo uma satisfação dos credores nessa mesma proporção.

Este estudo permitiu concluir que as diferenças existentes entre os diversos valores das empresas são, maioritariamente, justificadas pelos diferentes métodos de avaliação de empresas utilizados. Por outro lado, pode também concluir-se que o processo de insolvência é efetivamente um processo que gera grandes perdas na economia e que apesar de se conseguir conceder algum valor económico à empresa insolvente, através do processo de liquidação, este não se mostra suficiente.

No que concerne às principais limitações deste estudo, menciono a extrema dificuldade de acesso aos dados para construção de uma amostra mais alargada. Se, por um lado, a obtenção de dados junto de administradores de insolvência é dificultada pela necessidade de estes protegerem os dados e manterem os seus critérios de confidencialidade, por outro, a consulta de processos em tribunal é bastante dispendiosa a nível de tempo e de deslocação.

Relativamente a futuras investigações, sugiro que seja possível a construção de uma amostra mais alargada, de modo a que seja exequível efetuar uma análise mais aprofundada por setores de atividade.

BIBLIOGRAFIA

- Alexandre, F.; Aguiar Conraria, L.; Bação, P. (2016). *Crise e Castigo. Os Desequilíbrios e o Resgate da Economia Portuguesa*. Fundação Francisco Manuel dos Santos. Lisboa. Portugal.
- Alexandre, F.; Bação, P.; Carreira, C.; Cerejeira, J.; Loureiro, G.; Martins, A.; Portela, M. (2017). *Investimento Empresarial e Crescimento da Economia Portuguesa*. Fundação Calouste Gulbenkian. Lisboa. Portugal.
- Alexandre, F.; Granda-Martins, I.; Andrade, J.; Rabello, P.; Bação, P. (2009). *A Crise Financeira Internacional*. Imprensa da Universidade de Coimbra. Coimbra. Portugal.
- Antunes, A.; Mata, J.; Portugal, P. (2011). *Dívida e Extinção das Empresas*. Relatório de Estabilidade Financeira – Maio 2011. Banco de Portugal. Lisboa. Portugal.
- Banco Central Europeu (2012). *Relatório de Estabilidade Financeira Maio 2012*. Departamento de Estudos Económicos. Lisboa. Portugal.
- Banco de Portugal (2010). *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*. Banco de Portugal. Consultado em Março de 2018 em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/results_out10_p.pdf
- Banco de Portugal (2012 a). *Análise setorial da indústria dos têxteis e vestuário*. Central de Balanços do Banco de Portugal. Consultado em Junho, 2018 em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos%20da%20cb%209_2012.pdf
- Banco de Portugal (2012 b). *Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2010/2011*. Central de Balanços do Banco de Portugal. Consultado em Maio, 2018 em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos%20da%20cb%207_2012.pdf
- Banco de Portugal (2017 a). *Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2012 – 2016*. Central de Balanços do Banco de Portugal. Consultado em Maio, 2018 em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_30_2017.pdf
- Banco de Portugal (2017 b). *Rendibilidade das empresas portuguesas e europeias 2006 - 2015*. Central de Balanços do Banco de Portugal. Consultado em Maio, 2018 em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_29_2017.pdf

- Banco de Portugal (2018). *As indústrias transformadoras em Portugal 2012 - 2016*". Central de Balanços do Banco de Portugal. Central de Balanços do Banco de Portugal. Consultado em Junho, 2018 em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_33_2018.pdf
- Barbosa, T. (2016). *Avaliação do valor de mercado dos capitais próprios numa perspetiva de privatização*. Dissertação de Mestrado em Finanças. ISEG. Universidade de Lisboa. Lisboa. Portugal.
- Bastardo, C.; Gomes, A.R. (1996). *Fusões e Aquisições (F&A) – uma abordagem de avaliação de empresas*. Texto Editora. Lisboa. Portugal.
- Brandão, E. (2001). *Finanças*. Porto Editora. Porto. Portugal.
- Brigham, E.F.; Houston, J.F. (2003). *Fundamentals of Financial Management*. The Dryden Press. Fort Worth. United States of America.
- Carvalho, C.; Magalhães, G. (2005). *Análise Económico-Financeira de Empresas*. Universidade Católica Editora. Lisboa. Portugal.
- Carvalho, P. (2009). *A situação de insolvência das pessoas coletivas e o “exagero” do legislador*. Revista OTOC.
- Cordeiro, A. M. (2011). *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Damodaran, A. (1997). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley and Sons. Nova York. United States of America.
- Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de Julho. Diário da República, 1ª série – nº133. Aprova o SNC.
- Decreto-Lei nº 26/2015, de 6 de Fevereiro. *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*. Ministério Público. Lisboa.
- Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de Setembro. *Código das Sociedades Comerciais*. Ministério Público. Lisboa.
- Decreto-Lei nº 41/2013, de 26 de Junho. *Código de Processo Civil*. Ministério Público. Lisboa.
- Direção Geral da Política de Justiça. (2016 a). *Estatísticas sobre os processos de falências, insolvências e recuperação de empresas e sobre os movimentos especiais de revitalização (2007-2016) – 1º Trimestre*. Estatísticas da Justiça. Lisboa. Consultado em Setembro de 2017 em http://www.dgpj.mj.pt/sections/siej_pt/destaques4485/sections/siej_pt/destaques4485/estatisticas-trimestrais1065/downloadFile/file/20160721_Insolv%C3%AAsncias_trimestral_1T_2016.pdf?nocache=1469786124.6
- Direção Geral da Política de Justiça. (2016 b). *Estatísticas sobre os processos de falências, insolvências e recuperação de empresas e sobre os movimentos especiais de revitalização (2007-2016) – 2º*

- Trimestre*. Estatísticas da Justiça. Lisboa. Consultado em Setembro de 2017 em http://www.dgpi.mj.pt/sections/siej_pt/destaques4485/estatisticas-trimestrais_3/downloadFile/file/Insolvencias_trimestral_20161104.pdf?nocache=1505328699.89
- Direção Geral da Política de Justiça. (2017 a). *Estatísticas sobre os processos de falências, insolvências e recuperação de empresas e sobre os movimentos especiais de revitalização (2007-2016) – 3º Trimestre*. Estatísticas da Justiça. Lisboa. Consultado em Setembro de 2017 em http://www.dgpi.mj.pt/sections/siej_pt/destaques4485/estatisticas-trimestrais3135/downloadFile/file/Insolvencias_trimestral_20170126.pdf?nocache=1485861339.02
- Direção Geral da Política de Justiça. (2017 b). *Estatísticas sobre os processos de falências, insolvências e recuperação de empresas e sobre os movimentos especiais de revitalização (2007-2016) – 4º Trimestre*. Estatísticas da Justiça. Lisboa. Consultado em Setembro de 2017 em http://www.dgpi.mj.pt/sections/siej_pt/destaques4485/estatisticas-trimestrais8885/downloadFile/file/Insolvencias_trimestral_20170427.pdf?nocache=1493386385.1
- Direção Geral da Política de Justiça. Consultado em Junho de 2017, em <http://www.dgpi.mj.pt/sections/estatisticas-da-justica/metainformacao2925/anexos/conceitos-para-fins>
- Duarte, J. (2014). *Modelos de Previsão de Falência para PME's da Indústria Transformadora*. Dissertação de Mestrado em Finanças e Fiscalidade. Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Universidade do Porto. Porto. Portugal.
- Epifânio, M. (2016). *Manual de Direito da Insolvência*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Fernandez, P. (2013). *Valuation using multiples: How do analysts reach their conclusions*. IESE Business School. University of Navarra. Barcelona. Spain.
- FMI (2012). *O FMI e a Europa*. Consultado em Agosto de 2018 em <https://www.imf.org/external/lang/portuguese/np/exr/facts/europep.pdf>
- Gil, A. C. (2008). *Como elaborar projetos de pesquisa*. Atlas. São Paulo. Brasil.
- Guimarães, J. (2006). *Valor Patrimonial Tributário*. Revista OTOC.
- IAPMEI. (2018). *Plano de atividades*. IAPMEI: Parcerias com crescimento. Consultado em Agosto de 2018 em <https://www.iapmei.pt/SOBRE-O-IAPMEI/Instrumentos-de-Gestao/Documentos/PA-IAPMEI-2018.aspx>

- IMF. (2008). *World Economic Outlook*. Internal Monetary Fund. Washington D. C. United States of America
- Leitão, L. (2012). *Direito da Insolvência*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Leitão, L. (2017). *Direito da insolvência*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Lima, C. (2015) *Exoneração do Passivo Restante*. Dissertação de Mestrado em Solicitadoria. Escola Superior de Tecnologia e Gestão. Politécnico do Porto. Porto. Portugal.
- Lindo, P. (2015). *A importância da análise económico-financeira na performance empresarial*. Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais. Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão. Instituto Politécnico do Porto. Porto. Portugal.
- Martins, A. (2016). *Um curso de direito da insolvência*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Martins, E. (2001). *Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à económica*. Atlas. São Paulo. Brasil.
- Martins, F. (2016). *A reação das empresas portuguesas à crise económica e financeira: principais choques e canais de ajustamento*. Banco de Portugal. Lisboa. Portugal.
- Mazzioni, S.; Dedonatto, O.; Neto, J.; Neis, F. (2006). *Avaliação de Empresas – um estudo comparativo entre o modelo de capitalização de lucros e o modelo dos múltiplos fluxos de caixa*. Revista Catarinense da Ciência Contábil. Florianópolis. Brasil.
- Monteiro, C. (2013). *Casos especiais na avaliação de empresas*. Dissertação de Mestrado em Controlo de Gestão e dos Negócios. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Instituto Politécnico de Lisboa. Lisboa. Portugal.
- Monteiro, M. (2012). *Avaliação de Empresas - aplicação de método dos fluxos de caixa a uma PME*. Dissertação de Mestrado em Finanças. Departamento de Ciências Económicas e Empresariais. Universidade Portucalense. Porto. Portugal.
- Mota, E. (2013). *O Impacto da Gestão Financeira de Curto Prazo no Desempenho das Empresas - Análise ao Mercado Português*. Mestrado em Finanças. Faculdade de Economia do Porto. Porto. Portugal.
- Müller, A.; Teló, A. (2003). *Modelos de avaliação de empresas*. Revista FAE. Curitiba. Brasil.
- Myers, S.; Brealey, R.; Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill. New York. United States of America.
- Nabais, C.; Nabais, F. (2005). *Prática Contabilística II*. Lidel. Lisboa. Portugal.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. McGraw-Hill. Lisboa. Portugal.

- Oliveira, M. (2013). *As PME – Financiamento e Insolvência: Estudo de Caso Português*. Relatório de Estágio em Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira. Escola de Economia e Gestão. Universidade do Minho. Braga. Portugal.
- Pires, A. (2006). *Fundo de Maneio: Importância Enquanto Variável a Considerar para a Determinação do Valor da Empresa*. Revista OTOC.
- Prata, A. (2008). *Dicionário Jurídico: direito civil, direito processual civil, organização judiciária*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Reis, E. (1996). *Estatística descritiva*. Edições Sílabo. Lisboa. Portugal.
- Reis, P. (2014). *O valor terminal ou de continuidade, na avaliação de empresas*. Tese de Doutoramento em Gestão de Empresas - Especialização em Finanças. Faculdade de Economia. Universidade de Coimbra. Coimbra. Portugal.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. Jaffe, J. F. (1995). *Administração Financeira: Corporate Finance*. Atlas. São Paulo. Brasil.
- Santos, J. (2016). *A insolvência nas empresas e as informações e demonstrações financeiras relevantes para a sua deteção/atuação atempada*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Instituto Superior de Contabilidade e Administração. Instituto Politécnico do Porto. Porto. Portugal.
- Serra, C. (2005). *O novo regime português da insolvência - uma introdução*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Serra, C. (2010). *O novo regime português da insolvência - uma introdução*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Serra, C. (2012). *O regime português da insolvência*. Almedina. Coimbra. Portugal.
- Silva, F. G. (1987). *O Balanço e a Demonstração de Resultados*. Livraria Sá da Costa. Lisboa. Portugal.
- Silva, P. (2005). *A Liquidação da Massa Insolvente*. Acedido em Junho de 2017, em <https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2005/ano-65-vol-iii-dez-2005/doutrina/paula-costa-e-silva-a-liquidacao-da-massa-insolvente/>
- SNC (2012) *Sistema de Normalização Contabilística*. Porto Editora. Porto. Portugal.
- Teixeira, M. (2006). *Contributo da auditoria interna para uma gestão eficaz*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Auditoria. Universidade Aberta. Coimbra. Portugal.
- Tournier, J.C.; Tournier, J.B. (2002). *A Avaliação da Empresa*. Bertrand Editora. Paris. France.
- Vairinhos, V. M. (1996). *Elementos de Probabilidade e Estatística*. Universidade Aberta. Lisboa. Portugal.
- Vause, B. (1977). *Guia para Análise de Empresas*. Caminho. Lisboa. Portugal.
- Vause, B. (2001). *Guia para Análise de Empresas*. Caminho. Lisboa. Portugal.

- Vaz, P. (2014). *O impacto de indicadores económico-financeiros e macroeconómicos nos níveis de insolvência das empresas portuguesas*. Dissertação de Mestrado em Finanças e Fiscalidade. Faculdade de Economia. Universidade do Porto. Porto. Portugal.
- Whalen, R. (2008). *The Subprime Crisis - cause, effect and consequences*. Networks Financial Institute Policy Brief. New York. United States of America.

ANEXOS

ANEXO 1

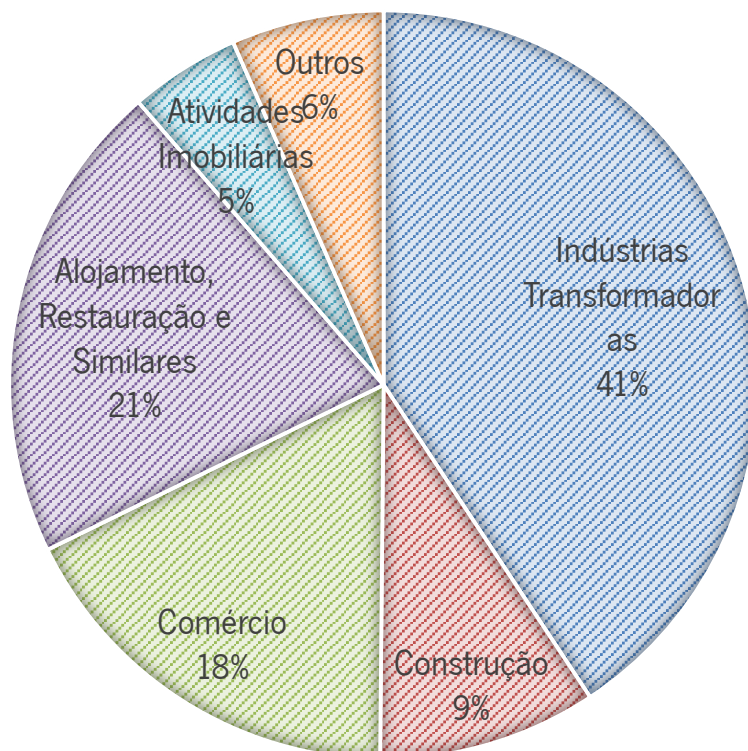
LISTA DAS SECÇÕES E SUBSECÇÕES E SUAS RELAÇÕES COM AS DIVISÕES

CAE-Rev.3		
SECÇÃO	DESIGNAÇÃO	RELAÇÃO SECÇÃO/DIVISÃO
A	Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	01+02+03
B	Indústrias extractivas	05+06+07+08+09
C	Indústrias transformadoras	10+11+12+13+14+15+16+17+18+ 19+20+21+22+23+24+25+26+27+ 28+29+30+31+32+33
D	Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	35
E	Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	36+37+38+39
F	Construção	41+42+43
G	Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motocicletas	45+46+47
H	Transportes e armazenagem	49+50+51+52+53
I	Alojamento, restauração e similares	55+56
J	Actividades de informação e de comunicação	58+59+60+61+62+63
K	Actividades financeiras e de seguros	64+65+66
L	Actividades imobiliárias	68
M	Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	69+70+71+72+73+74+75
N	Actividades administrativas e dos serviços de apoio	77+78+79+80+81+82
O	Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória	84
P	Educação	85
Q	Actividades de saúde humana e apoio social	86+87+88
R	Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	90+91+92+93
S	Outras actividades de serviços	94+95+96
T	Actividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico e actividades de produção das famílias para uso próprio	97+98
U	Actividades dos organismos internacionais e outras instituições extra-territoriais	99

Anexo 1: Lista das Secções e Subsecções das Atividades Económicas da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas Rev.3.

Fonte: Instituto Nacional de Estatística.

ANEXO 2



Anexo 2 – Percentagem de empresas insolventes da amostra por setores de atividade económica em função do valor dos seus ativos.

Fonte – Elaboração própria através dos dados recolhidos da amostra.