

DESENVOLVIMENTO DE UMA METODOLOGIA DE DIAGNÓSTICO DE EMPRESAS E AVALIAÇÃO DE PROJETOS: APLICAÇÃO PRÁTICA AO CASO DOS BENEFÍCIOS FISCAIS MUNICIPAIS EM PORTUGAL

Hélder Guia Paulo, Técnico superior, Câmara Municipal de Guimarães, Divisão de Desenvolvimento Económico

Alexandrino Ribeiro, Docente, Instituto Politécnico do Cávado e do Ave, área disciplinar de Finanças

ÁREA TEMÁTICA: Setor Público

PALAVRAS-CHAVE: Análise financeira, Avaliação de projetos, Benefícios Fiscais, Rendibilidade, Risco.

DESENVOLVIMENTO DE UMA METODOLOGIA DE DIAGNÓSTICO DE EMPRESAS E AVALIAÇÃO DE PROJETOS: APLICAÇÃO PRÁTICA AO CASO DOS BENEFÍCIOS FISCAIS MUNICIPAIS EM PORTUGAL

RESUMO: Este trabalho descreve um modelo financeiro que os municípios poderão utilizar com vantagens processuais e de transparência na análise de projetos e empresas candidatas a Benefícios Fiscais Municipais. Justifica-se porque, em Portugal, a teia jurídico-tributária relativa à sua atribuição é escassa na integração da contabilidade e das finanças como mecanismos de avaliação. Ao não terem em devida conta aquelas disciplinas, proporcionam vasto chão para um exercício segundo atos discricionários, que ferem a legalidade e põem em causa o Estado de Direito. Concluímos ser possível mitigar problemas relacionados com a equidade fiscal e gerir recursos públicos com maior eficiência.

1. Introdução

A Lei¹ atribui aos municípios a possibilidade de concederem apoios fiscais, permitindo-lhes estimular o investimento e a criação de postos de trabalho. Mas não lhes permite “*conceder benefícios, de forma casuística e discricionária, sem que sejam publicamente conhecidos os critérios e parâmetros que podem conduzir à sua concessão*” (Ferrão, 2016: 4).

O tema dos Benefícios Fiscais é da maior atualidade e muito criticado em razão de problemas de iniquidade e de receita cessante. Em 2018 o governo português criou um Grupo de Trabalho para a sua avaliação e sistematização o qual concluiu que, relativamente ao Orçamento do Estado daquele ano, “*as receitas fiscais cessantes correspondem a cerca de 6% do PIB*” (Oliveira *et al.*, 2019: 167).

Efetuámos uma análise prospetiva da situação vigente a título de Benefícios Fiscais atribuídos pelos municípios portugueses, uma realidade menos estudada por aquele Grupo. Constatámos que a decisão processual assenta essencialmente no poder discricionário, que não existe uma prática sistematizada de avaliação assente em modelos financeiros e que o processo não é totalmente transparente.

Na qualidade de financeiros tivemos em conta esses aspetos e construímos um modelo que permite aos municípios avaliar candidaturas a Benefícios Fiscais Municipais. O modelo fornece uma solução para o seguinte problema: como selecionar os melhores projetos para a comunidade diminuindo despesa pública.

Da natureza do problema e dos resultados a atingir, fixámos os seguintes objetivos: 1) selecionar um número mínimo de indicadores capaz de interpretar a posição económico-financeira das empresas e dos seus projetos; 2) conceber um mecanismo desmaterializado

¹ Esta possibilidade é recente. Embora, até 2016, muitos municípios já dispusessem de regulamentos relacionados com a atribuição de Benefícios Fiscais, sucessivos pareceis vieram mostrar que eram ilegais (Ferrão, 2016; e CCDR, 2017). Houve lugar a correção (temporária e retroativa) da situação por via da Lei nº 7-A/2016 de 30 de Março, a qual introduziu no Código Fiscal do Investimento um aditamento (Art.º 23º A – benefícios fiscais municipais) que permitiu aos municípios conceder isenções totais ou parciais do Imposto Municipal sobre Imóveis (IMI) ou do Imposto Municipal sobre Transações (IMT) para apoio a investimento realizado na área do município. Mas só em 2018, com a Lei nº 51/2018 de 16 de Agosto, que procedeu a alterações à Lei das Finanças Locais, aquela possibilidade foi consagrada. Desde então, a generalidade dos municípios tem vindo a desenvolver regulamentos de acordo com as suas prioridades específicas.

capaz de devolver, ao jeito *Simplex* (“na hora”), uma proposta de aprovação/não aprovação de cada candidatura; 3) estruturar um *layout*-padrão facilmente compreensível para o Cidadão explicando as razões técnicas que estiverem na base daquela proposta.

O trabalho divide-se em 5 secções. Na secção 1 efetuamos a apresentação da relevância do tema na atualidade e definimos os objetivos do trabalho. Na secção 2 efetuamos uma revisão bibliográfica e abordamos os principais métodos e técnicas da análise financeira tidos em conta na sua construção. Na secção 3 apresentamos a sua base metodológica. Na secção 4 apresentamos um estudo de caso. Na secção 5, apresentamos as principais conclusões e limitações tidas ao longo da sua construção, bem como propostas de trabalho futuro.

2. Revisão bibliográfica

2.1. Impostos municipais e moldura legal

Os impostos a cuja receita as autarquias têm direito são o IMI, o IMT e a Derrama. Excluem-se aqui o Imposto Único de Circulação (IUC), a cuja receita os municípios têm direito a uma participação, mas que não é um imposto municipal, o mesmo sucedendo quanto à participação variável no IRS².

O enquadramento jurídico associado aos Benefícios Fiscais assenta essencialmente no Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF)³ e no Código Fiscal do Investimento (CFI)⁴. O primeiro define Benefícios Fiscais como medidas de carácter excecional instituídas para tutela de interesses públicos extrafiscais relevantes que sejam superiores aos da própria tributação que impedem. Já o segundo consagra um pacote de benefícios às empresas que inclui, genericamente, e para o caso, reduções/isenções de pagamento de impostos como o IMI e o IMT.

Salienta-se que as vantagens fiscais atribuídas pelos municípios são consideradas Auxílios de Estado e caem na proibição estabelecida pelo n.º 1 do artigo 107.º do Tratado sobre a União Europeia (TFUE). Decorre, igualmente, da Lei das Finanças Locais⁵, que os benefícios fiscais estão sujeitos às regras aplicáveis em matéria de *auxílio de minimis*, devendo aqueles ser comunicados, anualmente, à Autoridade Tributária.

2.1. Métodos e técnicas de análise financeira

Entre as técnicas mais utilizadas em análise financeira incluem-se as que se relacionam com o método dos rácios e com os sistemas de *scoring* e *rating* (Fernandes e Gonçalves, 2016), as quais, em regra, se socorrem dos documentos contabilísticos de divulgação externa, muito particularmente do Balanço e da Demonstração de Resultados. A técnica dos rácios há muito que se tornou num método universal e usual entre os analistas financeiros, o que facilita a linguagem entre eles e a análise de sequências históricas de dados. Nos sistemas de *scoring* e *rating* procura-se analisar o risco da empresa por via do risco de crédito. Sobre estes últimos Breia *et al.* (2014) referem que se têm vindo a desenvolver metodologias comparáveis, conhecidos por modelos de previsão de falências, de que falaremos adiante.

Já no domínio restrito da avaliação de projetos, a determinação da rentabilidade pelo método do *Discounted Cash-Flow* (DCF) é assinalada pelos mais variados autores como sendo, entre os analistas financeiros, a técnica mais consensual, e a mais utilizada, quer na avaliação de investimentos, quer no cálculo do valor de empresas (Brealey *et al.*, 2011; Damodaran, 2012; Cebola, 2017; Monteiro *et al.*, 2017; Neves, 2017; Megre, 2018, entre outros).

² N.ºs 1 a 4 do artigo 26.º da Lei n.º 73/2013 de 3 de Setembro.

³ DL 215/89 de 1 de Julho

⁴ Decreto-Lei n.º 162/2014 de 31 Outubro

⁵ N.º 11 do artigo 16.º.

2.2. Liquidez

Para avaliar a capacidade de uma empresa dar resposta aos compromissos de curto prazo não basta ficar pelo estudo da posição tipo, importa determinar a sua Liquidez (Fernandes e Gonçalves, 2016). Neves (2017), observa que um valor da Liquidez Geral superior à unidade era tida como garante de equilíbrio corrente da empresa mas que se concluiu, pela prática, que aquela condição não era suficiente, nem necessária, para um equilíbrio financeiro a todo o momento. Exemplifica a afirmação sublinhando que algumas empresas, embora se apresentem com rácio de Liquidez Geral superior à unidade, podem ter dificuldades de tesouraria; e que outras, embora se apresentem com rácio de Liquidez Geral inferior, vivem com excedentes de tesouraria, quer temporariamente, quer em continuidade. Sobre isso, Breia *et al.* (2015) e Fernandes *et al.* (2019), dispõem que se calculem e interpretem os rácios de liquidez como complemento da análise referente ao equilíbrio financeiro de curto prazo.

2.3. Risco operacional e de continuidade

A par do equilíbrio financeiro de Curto Prazo, o estudo da empresa não ficará completo sem que antes se analise o seu equilíbrio financeiro de Médio e Longo Prazo. Fernandes *et al.* (2019) propõem que essa análise se efetue por recurso a rácios de estrutura do Balanço (Autonomia Financeira, Estrutura do Endividamento e Solvabilidade) porque dão a conhecer a combinação de capitais da empresa e, simultaneamente, avaliam o seu risco (Solvabilidade). O conceito de Solvabilidade tem implícito o estudo da capacidade da empresa para garantir a sua continuidade: uma empresa que não tenha solvabilidade está em risco de falir. Contudo, a questão da solvabilidade não é suficiente, por si só, para se tirar uma conclusão quanto à continuidade. Breia *et al.* (2014) observam que uma empresa pode ter um forte crescimento das vendas mas, na medida em que os resultados são registados no momento da transferência de propriedade independentemente do momento do recebimento, apresentar graves problemas de tesouraria, o que sucederá se os capitais estáveis não forem suficientes para cobrir quer os ativos de médio e longo prazo quer as necessidades de Fundo de Maneio. Esse foi um dos aspetos pelos quais se optou por introduzir, no modelo criado, os modelos de Previsão de Falência como forma preferencial do estudo do risco de continuidade das empresas.

2.4. Modelos de Previsão de Falência

A utilização de rácios pressupõe que o analista não deve aplicá-los de forma isolada, mas sim de forma integrada. A sua utilização na avaliação do risco de continuidade de uma empresa tem limitações, destacando-se as que se referem à subjetividade de análise própria de cada financeiro e ao arbítrio de combinações entre rácios que utiliza na sua análise. Neves (2017) descreve vários modelos que se foram desenvolvendo desde início do século XX visando resolver aqueles problemas e conferir à análise de risco de capital alheio uma abordagem sistematizada e independente do analista, traduzindo-se nos modelos de previsão de falência.

Peres (2014) efetuou um estudo da eficácia dos modelos de previsão de falência aplicáveis ao caso das empresas portuguesas. Teve como principais objetivos: 1) avaliar, entre as várias técnicas de previsão de falência mais frequentemente utilizadas, qual a que apresentava maior nível de solidez e, em razão disso, utilizar a técnica encontrada como base da sua investigação; 2) determinar, nessa técnica, qual o modelo com maior eficácia de previsão/classificação das empresas como falidas e não falidas, prevendo esse facto com base nos dados contabilísticos conhecidos entre 1 e 6 anos antes. Trabalhou uma amostra obtida na base de dados SABI composta por 75 empresas portuguesas sujeitas a revisão de contas, das quais 47 classificadas como falidas (em 2011) e as restantes 28 como não falidas (anos de 2005 a 2011), tendo os documentos utilizados sido os respetivos Balanço e Demonstração de Resultados dos anos de 2005 a 2011. A informação trabalhada envolveu a utilização de 34 indicadores diferentes constantes de 12 modelos: Z de Altman (1968), Kanitz (1974), Elizabetsky (1976), Gordon e Springate (1978), Altman, Baidya e Dias (1979) Z4 e Z5,

Matias (1982), CA-Score de Bilanas (1987), Pascale (1988), Neves (1998), Santos (2000) e Nunes (2012). Concluiu que a análise discriminante multivariada e, dentro dessa técnica, o modelo de Neves (1998), foram os mais eficazes. Aquele modelo foi, também, o que revelou maior eficácia de previsão a 1, 2, 3 e 6 anos. Seguiu-se o modelo de Matias (1982), com uma capacidade preditiva muito aproximada à de Neves (1998).

De forma consistente, Peres e Antão (2018a), Peres e Antão (2018b), Peres e Antão (2019a) e Peres e Antão (2019b) apresentam e justificam a capacidade preditiva de diferentes modelos de previsão de falência nos setores (respetivamente) terciário (CAE's G a U; amostra de 136 empresas), de turismo (CAE I; amostra de 66 empresas), primário (CAE's A e B; amostra de 80 empresas) e da indústria Transformadora (CAE C, amostra de 104 empresas) da Península Ibérica. Às amostras, selecionadas na base de dados da SABI, foram aplicados 21 modelos tidos como os de maior presença na literatura especializada e caracterizados como multissetoriais, para diversos horizontes temporais e países. Concluíram que os modelos de Altman *et al.* (1979) e Lizarraga (1998) se constituíam, para todos os setores descritos, como os melhores previsores de falência até 6 anos antes daquela ocorrer.

A utilização dos modelos de Previsão de Falência está sujeita à ocorrência de dois tipos de erros: Tipo I - classificação de empresas em "situação difícil" como estando em "situação normal"; e Tipo II - classificação de empresas em "situação normal" como estando em "situação difícil". Neves (1998), refletiu sobre as consequências desses erros para o caso da Segurança Social portuguesa. Concluiu que, ao contrário da banca, onde o erro de tipo I tem elevados custos, um erro do tipo II será particularmente gravoso uma vez que tal poderá por em causa as relações comerciais e bancárias dessa empresa com os seus parceiros. Esta foi, de igual forma, a perspetiva tida em conta no trabalho realizado, pelo que se introduziu na ferramenta criada mecanismos concretos para prevenir a ocorrência de erros de tipo II.

2.5. Avaliação de projetos de investimento

2.5.1. Avaliação financeira na ótica do projeto e avaliação financeira na ótica do investidor

A avaliação de projetos de investimento tem em vista calcular a sua rendibilidade, o que se faz assumindo condições específicas (previsões e projeções) de risco e de mercado.

No *Discounted Cash-flow* a rendibilidade é obtida pela diferença entre as entradas (*cash-in*) e saídas (*cash-out*) de dinheiro associadas à aquisição e exploração de um ativo durante a vida útil do projeto, atualizado depois a um determinado momento por via de uma taxa de atualização. Inicia-se pelo cálculo do *Cash-flow* global (CF_g). Isso poderá ser feito na ótica do investidor (*Free Cash-flow to Equity - FCFE*) ou na ótica do projeto (*Free Cash-flow to Firm - FCFF*). Em ambos os casos parte-se dos *Cash-flow* de investimento (CF_i) e dos *Cash-flow* de exploração (CF_e) para chegar ao *Cash-flow* global ($CF_g = CF_e - CF_i$) mas, enquanto no primeiro se assume que o investimento é realizado exclusivamente por recursos a capitais próprios, no segundo considera-se um *mix* de capitais (próprios e alheios, bem como a sua composição relativa).

2.5.2. Cash-flow incremental

Quando a avaliação de um projeto de investimento assenta numa empresa já existente deve calcular-se a diferença entre os *Cash-flows* correspondentes às opções com e sem projeto, obtendo-se a situação referencial, e comparar a correspondente rendibilidade (Megre, 2018). Quando estão em causa opções relacionadas com projetos alternativos em termos de custos ou benefícios efetua-se o cálculo do *Cash-flow* incremental (diferença de rendibilidade entre os projetos alternativos). Também aqui, se estiver em causa uma empresa já existente, interessa ainda avaliar as opções com e sem projeto.

2.5.3. Indicadores de rentabilidade baseados no *Discounted Cash-flow*

Os principais critérios de avaliação de rentabilidade baseados no *Discounted Cash-flow* dizem respeito ao Período de Recuperação Atualizado (Pr), Valor Atualizado Líquido (VAL) e Taxa Interna Rentabilidade (TIR).

O Pr expressa o tempo de exploração necessário para a recuperação integral do investimento realizado. O seu cálculo envolve a mensuração dos *Cash-flows* possibilitados pelo projeto, sobre os quais se aplica, depois, a taxa de atualização. Cebola (2017) sugere que se determine este critério em dois passos. No primeiro fixa-se, em anos, o Período de Recuperação máximo aceitável (n). Isto faz-se tendo em conta a experiência da empresa em projetos semelhantes, a natureza do projeto, o risco envolvido, os objetivos estratégicos inerentes ao projeto e o ritmo de obsolescência tecnológica dos bens envolvidos. No segundo calcula-se o Período de Recuperação do capital investido. Seguidamente aplica-se uma regra de decisão tal que, se $Pr > n$, rejeita-se o projeto, se $Pr \leq n$, aceita-se o projeto.

Quanto ao VAL, podemos defini-lo como a representação do resultado que se obtém depois de somar todos os *Cash-flows* totais líquidos gerados pelo projeto até ao final da sua vida económica, atualizados ao momento presente, considerando não apenas os efeitos do tempo (erosão monetária) mas também o custo de oportunidade do capital (Prémio de Risco). Constitui um critério fundamental para tomar uma decisão sobre um projeto de investimento: “any investment rule that does not recognize the time value of money cannot be sensible. (...) Net present value depends solely on the forecasted cash flows from the project and the opportunity cost of capital. Any investment rule that is affected by the manager’s tastes, the company’s choice of accounting method, the profitability of the company’s existing business, or the profitability of other independent projects will lead to inferior decisions” (Brealey et al., 2013: 103). Determinado o seu valor, o projeto será aceite ou rejeitado de acordo com a seguinte regra de decisão: $VAL > 0$: Aceita-se o projeto (proporciona rentabilidade superior à taxa de referência); $VAL = 0$: É indiferente; $VAL < 0$: Rejeita-se o projeto (não proporciona rentabilidade superior à taxa de referência).

A TIR corresponde à taxa de atualização que torna o VAL nulo, ou seja, para a qual os *Cash-flows* de exploração anulam as despesas de investimento. Pode ser interpretado, segundo Cebola (2017), como a rentabilidade do capital investido, obtida ainda no seu período de vida, ou ainda como o custo máximo de capital que o projeto de investimento aceita para ter viabilidade económica e financeira.

2.5.4. *Economic Added Value* e *Market Value Added*

“Quando a análise económica incide sobre uma empresa já existente, aquela tem como objetivo a avaliação da empresa, ou seja, o apuramento do valor dessa empresa” (Megre, 2018: 29). Isso conduz-nos aos conceitos de *Economic Added Value* (EVA) e *Market Value Added* (MVA), que permitem, ao contrário do VAL, relacionar a rentabilidade de um projeto com o capital investido.

“EVA sends a message to managers: Invest if and only if the increase in earnings is enough to cover the cost of capital” (Brealey et al., 2013: 300). Foi popularizado como fórmula de cálculo do lucro residual tido num investimento. Neves (2017) apresenta-o como a amplitude (*spread*) verificada, em cada ano, entre a taxa de rentabilidade dos capitais investidos e a taxa média do custo do capital, independentemente da estrutura financeira. O objetivo inerente ao seu cálculo é o de verificar se a empresa está a criar valor, o que sucede quando a rentabilidade do capital investido é superior ao seu custo, ou seja, quando aquele é positivo.

Brealey et al. (2011) e Damodaran (2012) definem o conceito de MVA como sendo a diferença entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa. Neves (2017) refere que a sua

aplicação só pode efetuar-se relativamente a empresas cotadas devendo, para as não cotadas, ser promovida uma estimativa baseada no EVA.

2.5.5. Prémio de Risco

A base teórica do *Discounted Cash-flow* assenta na determinação dos *Cash-flows* gerados pelo investimento e respetiva atualização ao ano zero por via de uma Taxa de Desconto. Essa taxa constitui um aspeto crítico do modelo e é afetada pelo Prémio de Risco. Nesse processo, importa destacar:

Sobre o Capital Próprio investido num projeto não é possível fixar, antecipadamente, uma taxa de juro remuneratória. Esse juro pode ser fixado diretamente pelo investidor por via do Prémio de Risco ($r_m - r_f$), imputando-lhe um valor elevado ou baixo, consoante a sua exigência de retorno, ou com base em modelos teóricos. Em qualquer projeto, a gestão do risco pode ser efetuada por via do prémio, mas subsiste um problema, como atribuir valor a um ativo quando uma terceira parte tem de efetuar o seu cálculo (Aoyte e Morrison, 2018).

A problemática do Prémio de Risco foi estudada por Aoyte e Morrison (2018) num contexto muito particular, a avaliação de empresas em processos judiciais relacionados com o Capítulo 11 da lei de falências norte-americana, numa amostra que incluiu 143 casos, todos posteriores a 1990. Os resultados sugerem que as técnicas usuais de avaliação de empresas, chegam a resultados muito diferentes, mesmo quando o *Discounted Cash-flow* é o modelo de avaliação comum utilizado. Observaram que o modelo CAPM, assente no seu Prémio de Risco, estava na base dessas discrepâncias, facilitando a manipulação tendente a servir os interesses representados. Tal sucedia, segundo os autores, porque embora a teoria permita calcular um Prémio de Risco adequado ao mercado, pesquisas empíricas fornecem evidências contra a existência dos mesmos no mundo real.

3. Modelo de diagnóstico de empresas e avaliação de projetos

O modelo que se apresenta de seguida foi desenvolvido a pensar na realidade dos municípios portugueses. Estruturou-se um *layout* de avaliação-padrão utilizável no âmbito de processos administrativos envolvendo decisões sobre candidaturas de empresas a Benefícios Fiscais Municipais. A avaliação produzida dependerá única e exclusivamente da realidade intrínseca associada à empresa e ao seu projeto, sendo independente de quem produz a informação, já que avaliadores diferentes obterão o mesmo resultado (ato vinculado). Ao empresário é devolvida uma resposta imediata, não vinculativa, cabendo-lhe, em caso de indeferimento, reavaliar a oportunidade da candidatura ou, no limite, reequacionar o projeto ou aspetos da gestão, pois a ferramenta fornece-lhe o conjunto de análises e validações usualmente utilizadas em outras ferramentas de avaliação. A candidatura só se consubstanciará se a submeter e, em todo o processo, a intervenção do decisor político competente, num caso-tipo, só se dará no fim do processo administrativo.

Algumas ferramentas públicas serviram de inspiração à sua construção. Essas ferramentas foram os modelos de “*Avaliação de Projetos de Investimento*” e de “*Autodiagnóstico Financeiro*” concebidos pelo IAPMEI. Além daqueles, recorre-se de forma sistemática à Informação Empresarial Simplificada, sendo esta fornecida diretamente pelas empresas.

3.1. Descrição metodológica

A metodologia concebida para a avaliação das candidaturas estrutura-se em seis determinantes de avaliação: 1) posição da empresa perante o Artº 35º do Código das Sociedades Comerciais; 2) resultados económicos da empresa; 3) risco de continuidade; 4) diagnóstico económico-financeiro de Curto Prazo e Médio e Longo Prazo; 5) avaliação financeira do projeto e 6) avaliação económica do projeto. Os seis Determinantes agregam 29

indicadores. Em cada um daqueles indicadores foram fixadas 3 situações-tipo, correspondentes a outros tantos tipos de resultados: 1) “impeditivos”: quando os indicadores desfavorecem a candidatura ao ponto de se recomendar a sua não aprovação, independentemente dos restantes indicadores; 2) “aceitável ou adequada”: quando estão de acordo com parâmetros considerados adequados ou, pelo menos, aceitáveis e 3) “crítica”: quando, apesar de não estarem de acordo com parâmetros aceitáveis, a candidatura, em virtude de outros indicadores verificados para a empresa, possa ser aceite.

Finalmente, a avaliação faz-se em dois momentos. No primeiro momento é produzida uma avaliação qualitativa, dela resultando o imediato indeferimento da candidatura caso se tenha verificado ao menos um resultado “impeditivo”. No segundo momento é atribuída uma pontuação (*score*), tal que, à posição “adequada ou aceitável”, é atribuído um ponto e, à posição “crítica”, zero pontos. A candidatura deverá atingir um *score* mínimo para ser aprovada.

Na Tabela 1 sintetizamos os resultados “impeditivos” que conduzem, no primeiro momento, ao indeferimento ou aceitação da candidatura. O conjunto de 11 resultados ali identificados são, em rigor, o número mínimo de indicadores a partir dos quais se pode avaliar qualquer empresa e respetivo projeto. Já na Tabela 2 apresentamos os resultados tidos como “aceitáveis ou adequados” ou, por exclusão de partes, “críticos”, que, no segundo momento, levam à pontuação final da candidatura e, de igual forma, ao seu indeferimento ou aceitação.

Tabela 1 – Resultados impeditivos à aprovação de candidaturas

Indicador	Justificação de indeferimento
1. Posição da empresa perante Artº 35º do Código das Sociedades Comerciais	Capital próprio \leq Capital social/2
2. Risco de continuidade	Avaliação negativa em 3 ou mais modelos de previsão de falência de um total de 4 aplicados
3. Rácio dívida contabilística/fundos próprios	Financiamentos obtidos / Capital próprio $>$ 7,5
4. Rácio de cobertura dos juros da empresa	EBITDA/Juros e gastos similares suportados $<$ 1
5. Autonomia financeira (%)	Capital próprio /Ativo total inferior a um valor percentual previamente fixado
6. Avaliação financeira do projeto de investimento (situação referencial; €)	VAL $<$ 0
7. Avaliação económica do projeto de investimento (€)	VAL económico $<$ 0
8. Valor criado (incremento no VAB possibilitado pelo projeto; €)	VAB com projeto no último ano da vida útil inferior ao correspondente na situação sem projeto
9. CAE	CAE não prioritária quando não se verifiquem, simultaneamente, duas condições: 1) rácio efeito distributivo positivo e superior ao IPC médio estimado no tempo de vida útil do projeto e 2) rácio contributo para a internacionalização positivo e superior a uma taxa previamente fixada
10. Rácio "Investimento em terrenos"	O rácio Custo do terreno/Investimento global é maior ou igual a uma taxa limite previamente definida (custo de terreno sem considerar taxas e impostos)
11. Rácio "Investimento económico"	Investimento global em ativos reais e Investimento económico (investimento global descontado de fatores específicos) inferiores ao valor mínimo fixado em regulamento ou rácio Investimento económico/Investimento global superior a uma taxa previamente fixada
Avaliação Final	Indeferida, quando, num primeiro momento, se verificou uma avaliação qualitativa "impeditiva" e, num segundo momento, quando a candidatura não atinge uma pontuação mínima superior a um valor previamente fixado. A candidatura é deferida nas restantes situações

Fonte: elaboração própria

Tabela 2 – Critérios de avaliação “aceitável ou adequada” por Determinante e Indicador

Determinantes e Indicadores		Condição de avaliação qualitativa "Aceitável ou Adequada"
1.	Posição da empresa perante Artº 35º do Código das Sociedades Comerciais	Capital próprio > Capital social
2.	Resultados económicos da empresa	RL > 0 ou (Margem EBITDA > 0 e Taxa crescimento VN > 0)
2.1	Margem EBITDA, evolução ((n-2) - n) a preços constantes	Margem EBITDA > 0
2.2	Resultado líquido, evolução ((n-2)-n) a preços constantes	RL > 0
2.3	Taxa de crescimento do VN ((n-2)-n) a preços constantes	Taxa crescimento VN > 0
3.	Risco de continuidade (modelos de previsão de falência)	Avaliação positiva em 3 ou mais modelos
4.	Diagnóstico económico-financeiro	Situação financeira-tipo "Aceitável ou Adequada" ou Equilíbrio financeiro de Curto prazo e Médio longo prazo simultaneamente "Aceitáveis ou Adequados"
4.1	Equilíbrio financeiro de curto prazo	(Situação financeira-tipo 1 ou 6) ou (Situação financeira-tipo 5 e Liquidez geral > 1)
4.1.1	Situação financeira-tipo	Situação financeira-Tipo 1, 5 ou 6
4.1.2	Liquidez geral	Liquidez geral \geq 1
4.1.3	Liquidez reduzida	Liquidez reduzida \geq 1
4.2	Equilíbrio financeiro de Médio e Longo Prazo	Se Autonomia financeira superior a uma taxa previamente definida ou Estrutura do endividamento inferior a 4
4.2.1	Rácio dívida contabilística/fundos próprios	Financiamentos obtidos / CP \leq 7,5
4.2.2	Rácio de cobertura dos juros da empresa	EBITDA/Juros e gastos similares suportados > 4
4.2.3	Autonomia financeira	CP/Ativo total maior ou igual a um valor percentual previamente fixado
4.2.4	Solvabilidade (unidade)	Solvabilidade \geq 1
4.2.5	Endividamento (unidade)	Endividamento \leq 0,45
4.2.6	Estrutura do endividamento (unidade)	Estrutura do endividamento < 4
5.	Avaliação financeira do projeto de investimento (situação referencial)	VAL > 0 e 0 < TIR > WACC
5.1	VAL	VAL > 0
5.2	TIR	TIR > 0 e TIR > WACC
5.3	EVA	EVA > 0
5.4	MVA	MVA > 0
5.5	Sensibilidade à diminuição das estimativas de negócio (€)	VAL após corte do VN em taxa pré-definida > 0
5.6	Margem de segurança na situação de diminuição das estimativas de negócio	Valor médio da Margem de segurança do tempo de vida útil do projeto após corte do VN em taxa pré-definida > 0%
6.	Avaliação económica do projeto de investimento	Se, simultaneamente, a evolução da massa salarial e a evolução do VAB são superiores ao IPC médio estimado para a vida útil do projeto
6.1	CAE	CAE prioritária ou CAE não prioritária quando verificadas, simultaneamente, duas condições: 1) Rácio efeito distributivo positivo e superior ao IPC médio estimado no tempo de vida útil do projeto e 2) Rácio contributo para a internacionalização positivo e superior a uma taxa previamente fixada
6.2	VAL	VAL > 0
6.3	Valor criado (incremento no VAB possibilitado pelo projeto)	VAB com projeto no último ano da vida útil maior que o correspondente na situação sem projeto
6.4	Efeito distributivo (incremento no efeito distributivo possibilitado pelo projeto)	(Gastos com pessoal/VAB) c/ projeto - (Gastos com pessoal/VAB) s/ projeto no final da vida útil > 0
6.5	Evolução do VAB	(VAB último ano pós-projeto- VAB pré-projeto)/VAB pré-projeto positivo e superior ao IPC médio estimado para a vida útil do projeto
6.6	Evolução da massa salarial	(Gastos com pessoal último ano projeto - Gastos com pessoal ano pré-projeto)/Gastos com pessoal ano pré-projeto positivo e superior à Evolução do VAB
6.7	Investimento em terrenos	O Rácio custo do terreno/investimento total é menor que uma taxa limite previamente definida
6.8	Investimento económico	Rácio investimento económico/investimento global inferior a uma taxa previamente fixada
6.9	Contributo para a internacionalização da economia (incremento possibilitado pelo projeto)	((Vendas + serviços) exportação/(vendas + serviços) mercado nacional) com projeto - ((Vendas + serviços) exportação/(vendas + serviços) mercado nacional) sem projeto > 0

Fonte: elaboração própria

3.2. Posição da empresa perante o Artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais

Se, em resultado das contas de exercício ou de contas intercalares, a ferramenta detetar que metade do capital social da empresa se encontra perdido ela devolverá o resultado “impeditivo” e, em consequência disso, a avaliação correspondente será “indeferida”. Na situação oposta o determinante é avaliado como encontrando-se em posição “aceitável ou adequada”. O objetivo deste determinante, como facilmente se percebe, é impedir a aprovação de uma candidatura cuja situação não esteja de acordo com o artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais, prevenir a necessidade de corrigir situações anómalas face à legislação em vigor e obter um primeiro indicador relativamente à posição financeira da empresa.

3.3. Abordagem aos resultados da empresa

Na abordagem aos resultados empresariais foram selecionados três indicadores de natureza económica, obtidos pela média aritmética a preços constantes (para evidenciar o crescimento do negócio *per se*) dos três últimos exercícios, sendo eles: o Resultado Líquido, para apurar se a empresa é lucrativa; a Margem EBITDA, para perspetivar a capacidade operacional da empresa; e a taxa de crescimento do Volume de Negócios, para ter uma perceção da razoabilidade das taxas de crescimento na situação pós-projeto.

3.4. Risco de continuidade

A avaliação do risco de continuidade resultou da aplicação direta dos modelos de previsão de falência identificados no ponto 2.4). A aplicação de vários modelos em detrimento de um só tem a grande vantagem de dar maior suporte à natureza do erro a evitar (tipo II – classificar como falida uma empresa que se encontra saudável). Assim, apenas na situação em que é avaliada negativamente em três ou mais modelos é que a candidatura será indeferida. Mesmo na situação em que receba uma classificação de “falida” em metade dos modelos, ela receberá a avaliação qualitativa correspondente a uma posição “crítica” mas não será inviabilizada caso nos restantes resultados obtenha uma pontuação que equilibre a avaliação específica deste item. Por cada modelo que atribua à empresa uma avaliação “aceitável ou adequada”, ela recolhe um ponto.

3.5. Diagnóstico económico-financeiro

O Determinante que se refere ao diagnóstico económico-financeiro tem em consideração o equilíbrio demonstrado pela empresa. Para tal foram selecionados, para uma análise de equilíbrio financeiro de curto prazo, os itens Posição Financeira-tipo, Liquidez Geral e Liquidez Reduzida. Já para a análise do equilíbrio financeiro de médio e longo prazo foram selecionados os indicadores Autonomia Financeira, Solvabilidade, Endividamento e Estrutura do Endividamento. A utilização dos dois rácios de liquidez deveu-se ao facto de “*uma Liquidez Geral superior a 1 mas com uma composição centrada em inventários e/ou clientes com elevado risco de ocorrência de imprevistos (atrasos de recebimentos, quebra nas vendas, etc.) pode não ser suficiente para evitar tensões financeiras ou mesmo graves situações de incumprimento*” (Breia *et al.*, 2014: 88). Além daqueles foram tidos em consideração o Rácio dívida contabilística/fundos próprios, que deverá ser inferior a 7,5 e o Rácio de cobertura dos juros, calculado com base em EBTIDA, que deverá ser inferior a 1,0 sendo que, quaisquer resultados que não estejam de acordo com os valores apontados para estes dois últimos rácios, são considerados “impeditivos”.

Fixou-se como “aceitável ou adequado” um valor da Autonomia Financeira de 15% (com possibilidade de ser alterado) por ser aquele que é tido como referência para as PME em vários sistemas de incentivos do Portugal 2020. Para definir os valores de referência da Liquidez Geral, Liquidez Reduzida e Solvabilidade (tidos como “aceitáveis ou adequados” quando iguais ou superiores a 1) teve-se em consideração os valores apresentados por vários autores, como Fernandes e Gonçalves (2016) e Fernandes *et al.*, (2019). Já os valores de

referência fixados para os rácios Endividamento e Estrutura de endividamento (“aceitáveis ou adequados” quando forem, respetivamente, inferiores a 0,45 e 4) tiveram em consideração o facto de serem aqueles que são utilizados no âmbito da ferramenta de autodiagnóstico do IAPMEI. Ainda sobre a Solvabilidade, alguns autores apresentam 0,5 como um valor adequado, mas teve-se em conta Fernandes e Gonçalves (2019) segundo os quais, aquele rácio, quando inferior a 1, pode ser considerado comprometedor do equilíbrio a médio e longo prazo.

3.6. Abordagem à avaliação financeira do projeto de investimento

A abordagem que se fez à avaliação financeira foi construída sobre a moldura concebida pela ferramenta de avaliação de projetos do IAPMEI (2016), tendo-se seguido o seguinte percurso: fixação dos pressupostos gerais, projeções de negócio, cálculo dos custos relativos ao Custo com Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas (CMVMC) e a Fornecimentos e Serviços Externos (FSE) fixos e variáveis, determinação dos gastos com pessoal, plano de execução, plano de financiamento, cálculo do investimento em Necessidades de Fundo de Maneio, estrutura de financiamento, Mapa de Origens e Aplicações de Fundos, construção das Demonstrações Financeiras previsionais, determinação do Ponto Crítico e da Margem de Segurança, cálculo dos *Cash-flows*, avaliação da empresa e do projeto (VAL TIR, *Payback* e também EVA e MVA) e análise de sensibilidade.

O passivo histórico da empresa entra na análise financeira segundo duas alternativas (a selecionar pelo empresário). Na forma gestão, caso em que é projetado segundo uma simulação de financiamento a 50 anos e taxas de juro iguais às concedidas à empresa pelo mercado, e na forma amortização, caso em que é projetado segundo uma simulação de financiamento que tem em conta a taxa de empréstimo e o tempo de vida do mesmo (fornecidos pelo empresário). No primeiro caso, os 50 anos garantem balanços previsionais com evolução *flat* face aos balanços históricos.

O ativo pré-projeto é integrado nas previsões futuras por via da informação da IES, a qual permite identificar os Bens de Investimento, os Bens do Ativo Fixo Tangível e os Bens do Ativo Fixo Intangível e, em conjunto com o mapa de depreciações modelo 32 anexo ao IRC, obter o seu valor inicial e calcular com exatidão as respetivas depreciações/amortizações – dá, simultaneamente, um reforço da informação obtida no cálculo do EVA, ou seja, melhora a perceção do valor contabilístico da empresa fornecida por aquele indicador.

Os subsídios à exploração e ao investimento, passados e futuros, são também considerados, os primeiros (pré-projeto) através de ajustes manuais às Demonstrações Financeiras, e os segundos (situação com projeto) sendo diretamente calculados por via do plano de execução (investimento por ano e rubrica). São depois integrados reconhecendo na DR o seu recebimento e, no Balanço, na rubrica “Outras variações de Capital Próprio”, um valor proporcional à taxa de financiamento depois de aplicada a respetiva depreciação do Ativo participado. Parte-se do pressuposto de que a empresa cumpre os compromissos assumidos no âmbito das subvenções em questão até à total depreciação do bem.

Efetua-se o cálculo do *Cash-flow* na ótica do projeto e não na ótica do Capital Próprio porquanto é a rentabilidade do projeto, e não a do capital, aquilo que se pretende avaliar. É calculada por via dos *Cash-flows* diferenciais entre os resultados da empresa com projeto e da empresa sem projeto e permite obter o VAL, a TIR e o *Payback*, bem como o EVA e o MVA, todos calculados automaticamente. A ferramenta devolve ainda uma projeção das Demonstrações Financeiras futuras.

A atualização dos *Cash-flows*, na situação com projeto, terá sempre um Prémio de Risco superior à situação sem projeto. Logo, quando se faz o diferencial entre ambas as situações, o VAL, no caso com projeto, pode, facilmente, ser inferior à situação sem projeto. Conscientes

desse problema, que abordámos no ponto 2.5.5. por referência a Aoyte e Morrison (2018), a ferramenta faz um cálculo automático do mesmo minimizando essa diferença até um máximo de 5,0%⁶. No caso do *Beta* (β)⁷ este foi fixado em 100% mas o valor obtido pelo Prémio de Risco irá ser proporcionalmente diminuído ou aumentado consoante a “percentagem de empresas com Resultado líquido negativo” ou a “percentagem de empresas com Capital Próprio negativo” do setor em que a empresa se insere comparar mal relativamente à média de todos os setores de atividade ou, pelo contrário, comparar bem⁸.

3.7. Abordagem à avaliação económica do projeto de investimento

A abordagem que se fez à avaliação económica do investimento inspirou-se em modelos exemplificados por Cebola (2017) e Megre (2018), o primeiro na parte do seu trabalho em que aborda metodologias referentes à avaliação de candidaturas de empresas a sistemas de incentivos financeiros, embora, em ambos os casos, com alterações substantivas. Desenvolve-se em 4 passos. No 1º passo efetua-se a avaliação financeira mas utilizando apenas os movimentos específicos gerados pelo projeto em si mesmo. No 2º passo corrigem-se os quadros preparados anteriormente através de um Fator de Conversão Geral (FCG) de preços⁹. No 3º passo atualizam-se os *Cash-flows* obtidos segundo uma nova taxa de atualização, a qual deverá ser tanto maior quanto menor for a capacidade do município para assumir despesa fiscal; no 4º passo recalculam-se o VAL e a TIR, que passam a denominar-se Valor Atual Líquido Económico e Taxa Interna de Rendibilidade Económica.

O FCG é calculado automaticamente pela ferramenta e a Taxa de Atualização foi fixada em 5% (com possibilidade de ser alterada se o utilizador considerar pertinente). O FCG, que corresponde a um valor positivo inferior à unidade, multiplica vendas internas e compras internas, mas não vendas externas e compras externas, reduzindo a rendibilidade (tanto mais quanto menor for a vocação exportadora da empresa). Multiplica depois os valores inscritos nas rubricas do Balanço “Clientes” e “Fornecedores”, alterando o investimento necessário a título de Necessidades de Fundo de Maneio. Multiplica ainda os valores de todas as rubricas de investimento, com exceção das referentes a edifícios/obras para os quais, como descrevemos de seguida, se adotam procedimentos específicos.

Além do Fator de Conversão Geral há lugar à correção dos valores financeiros por via de fatores específicos. Assim, energia e água são multiplicados por defeito por um fator de 1,2 o que se faz como forma de penalizar empresas ou projetos com elevada utilização de recursos energéticos ou naturais. Ao mesmo tempo é imposto um limite mínimo a investir pelas empresas para que a sua candidatura seja “deferida” (fixado em 50.000 euros, podendo este valor ser alterado se assim for pertinente) mas, nesse cálculo, para penalizar interesses imobiliários que possam estar associados aos projetos, os custos com obras e edifícios são multiplicados por defeito por 0,85, e os custos em terrenos (na parte que ultrapasse uma percentagem previamente fixada, com possibilidade de ser alterada, do investimento global) não são tidos em consideração. No que respeita aos terrenos, tratam-se essencialmente de uma transação entre privados sem valor acrescentado para o conjunto da sociedade¹⁰. Não contam como investimento mas entram no cálculo das depreciações e do *Free Cash-flow*, pelo que penalizam a rendibilidade do projeto no seu tempo de vida útil, e vão ter um peso

⁶ Esse é o valor considerado, por defeito, pelo modelo de avaliações de projetos do IAPMEI.

⁷ Utilizado no cálculo do custo do capital de acordo com a fórmula

Capital Asset Pricing Model (Cebola, 2017: 193): $k_p = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$, sendo $r_m - r_f =$ Prémio de Risco

⁸ De acordo com dados publicados pela Central de Balanços do Banco de Portugal

⁹ $FCG = \frac{Importações + Exportações}{Importações (1 + Taxa imposto Importações) + Exportações (1 + Taxa imposto Exportações)}$

¹⁰ Residualmente há a considerar o IMT, mas com grande probabilidade de ser reduzido em virtude do Benefício Fiscal a conceder.

significativo nos “Rácio Imobiliário Terrenos” e “Rácio Económico”, os quais, a partir de certos limiares (previamente fixados), se constituem como resultados “impeditivos”.

Ainda no que respeita a terrenos, o limiar que se aceita para o investimento global não é tido em conta caso o mesmo esteja dependente de uma alteração negativa de uso, por exemplo, quando o terreno, tendo vocação agrícola ou ecológica, por via do projeto, possa vir a tornar-se livre de servidão a que esteja sujeito (RAN – Reserva Agrícola Nacional ou REN – Reserva Ecológica Nacional). Isto foi feito porquanto, no dia-a-dia municipal, algumas empresas utilizam a avaliação obtida em candidaturas a Benefícios Fiscais não tanto pelos benefícios em si mesmo mas para desencadear processos subsequentes que as autorizem a alterar o uso dos solos junto de terceiras entidades (com o argumento de que se trata de um Projeto de Interesse Municipal).

Todas as transações envolvendo o Estado, como subsídios, impostos e encargos sobre remunerações, são retiradas das respetivas rubricas, o mesmo sucedendo relativamente a *Goodwill*, Bens de Investimento e juros, os quais, pela sua natureza, interessam sobremaneira à empresa (remuneram capital) mas não ao conjunto da sociedade.

Na medida em que apenas são considerados os fluxos gerados pelo projeto em si mesmo, os custos com pessoal só têm em conta as novas contratações, assim como os custos com CMVMC e FSE correspondentes. Além disso, em virtude da aplicação dos coeficientes mencionados, torna-se necessário repetir o procedimento de cálculo das depreciações, porque das mesmas também vai depender a rentabilidade económica do projeto.

Após todo o processo descrito, a ferramenta calcula o novo VAL - Valor Atual Líquido Económico, o qual, se inferior ou igual a zero, determinará o “indeferimento” da candidatura. Calcula também os rácios “Investimento em Terrenos” e “Investimento Económico”, os quais podem determinar o “indeferimento” da candidatura. Foram ainda concebidos outros quatro rácios de pontuação do interesse económico do projeto, todos assentes no VAB. Medem quer o acréscimo de valor possibilitado pelo projeto à empresa, quer o seu efeito distributivo relativamente aos trabalhadores. A ferramenta efetua esse trabalho de duas formas: 1) o VAB deverá ser positivo (indicador “Valor Criado”) e superior na situação com projeto do que na situação sem projeto (indicador “Evolução do VAB”); 2) as remunerações devem crescer acima da inflação (indicador “Efeito Distributivo”) e representar uma fração superior do VAB (indicador “Evolução da Massa Salarial”) na situação com projeto do que na situação sem projeto.

4. Estudo de caso

4.1. Aplicação prática

A utilização do modelo por parte do utilizador empresa inicia-se pela introdução do conjunto de dados necessários para correr a ferramenta excel desenvolvida, o que pode ser feito, no que respeita aos dados contabilísticos históricos, importando-os, automaticamente, da respetiva IES (em formato XML, tal como disponibilizados pelo portal das finanças). De imediato a ferramenta gera um *Layout* contendo, no verso, conforme pode ser visualizado na Tabela 3, a indicação de “Deferimento” ou “Indeferimento” da candidatura. Na contracapa desse *layout* discrimina os valores apurados para cada um dos indicadores que suportaram a decisão, conforme Tabela 4.

Tabela 3 – Parecer tipo sobre a candidatura de uma empresa

Posição da empresa perante Artº 35º do Código das Sociedades Comerciais	Aceitável ou Adequada	1
Resultados económicos da empresa	Crítica	0
Margem EBITDA, evolução ((n-2) - n) a preços constantes	Crítica	0
Resultado líquido, evolução ((n-2)-n) a preços constantes	Crítica	0
Taxa de crescimento do VN, evolução ((n-2)-n) a preços constantes	Crítica	0
Risco de continuidade	Aceitável ou Adequada	4
Diagnóstico económico-financeiro	Aceitável ou Adequada	7
Equilíbrio financeiro de curto prazo	Aceitável ou Adequada	3
Situação financeira-tipo	Aceitável ou Adequada	1
Liquidez Geral	Aceitável ou adequada	1
Liquidez Reduzida	Aceitável ou adequada	1
Equilíbrio financeiro de Médio e Longo Prazo	Aceitável ou Adequada	4
Rácio dívida contabilística/fundos próprios	Aceitável ou adequada	1
Rácio de cobertura dos juros da empresa	Aceitável ou adequada	1
Autonomia financeira	Aceitável ou adequada	1
Solvabilidade	Crítica	0
Endividamento	Aceitável ou adequada	1
Estrutura do endividamento	Crítica	0
Avaliação financeira do projeto de investimento (situação referencial)	Aceitável ou Adequada	6
VAL	Aceitável ou Adequada	1
TIR	Aceitável ou Adequada	1
EVA	Aceitável ou Adequada	1
MVA	Aceitável ou Adequada	1
Sensibilidade à diminuição das estimativas de negócio	Aceitável ou Adequada	1
Margem de segurança na situação de diminuição das estimativas de negócio	Aceitável ou Adequada	1
Avaliação económica do projeto de investimento	Aceitável ou Adequada	5
CAE	Aceitável ou Adequada	
VAL	Aceitável ou Adequada	1
Valor criado	Aceitável ou Adequada	1
Efeito distributivo	Crítica	0
Evolução do VAB	Aceitável ou Adequada	1
Evolução da massa salarial	Crítica	0
Rácio investimento em terrenos	Aceitável ou Adequada	1
Rácio investimento económico	Aceitável ou Adequada	1
Contributo para a internacionalização da economia	Crítica	0
Avaliação final	Deferida	23
Fundamentação de alteração da avaliação obtida		

Fonte: elaboração própria

Tabela 4 – Contracapa tipo da candidatura de uma empresa

Verificação/quantificação dos resultados obtidos			
Posição empresa face ao Artº 35º do CSC	Cumpre	Estrutura do endividamento (unidade)	0,53
Evolução da Margem EBITDA (%)	-53,5%	VAL (€)	1 616 797
Evolução do Resultado Líquido (%)	-82,9%	TIR (%)	46,1%
Taxa de crescimento do VN (%)	-2,9%	Diferencial EVA (€)	19 425 302
Interpretação Z1 de Altman, Baidya e Dias (1979)	Saudável	Diferencial MVA (€)	1 629 326
Interpretação Z2 de Altman, Baidya e Dias (1979)	Saudável	Resposta ao teste de Sensibilidade	Positiva
Interpretação de Matias (1982)	Saudável	Resposta ao teste à Margem de segurança	Positiva
Interpretação de Lizarraga (1998)	Saudável	Resposta ao teste de CAE	Positiva
Interpretação de Carvalho das Neves (1998)	Saudável	VAL económico (€)	1 309 136
Situação financeira-tipo	Tipo 1	Valor criado (€)	1 033 162
Liquidez Geral (unidade)	1,48	Resposta ao teste do efeito distributivo	Negativa
Liquidez Reduzida (unidade)	1,14	Resposta ao teste da riqueza criada	Positiva
Rácio dívida contabilística/fundos próprios (unidade)	0,42	Resposta ao teste de evolução da massa salarial	Negativa
Rácio de cobertura dos juros da empresa	0,04	Resposta ao teste imobiliário	Positiva
Autonomia Financeira (%)	39,4%	Resposta ao teste de investimento mínimo	Positiva
Solvabilidade (unidade)	0,65	Contributo para Internacionalização Economia	0,00
Endividamento (unidade)	0,17		

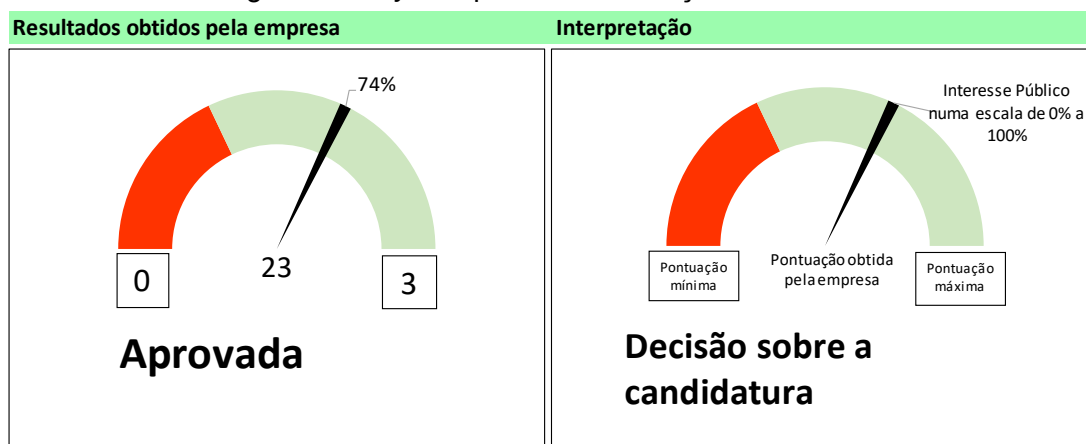
Fonte: elaboração própria

No estudo de caso efetuado, como se pode ver pelas tabelas anteriores, verifica-se que os resultados económicos da empresa, estão a um nível “crítico”, o que se explica pela circunstância da evolução da Margem EBITDA, do Resultado Líquido e do crescimento do Volume de Negócios a preços constantes, ser negativa. Contudo, não se perspetiva qualquer risco de continuidade da empresa já que, em todos os modelos de previsão de falência aplicados, a valoração obtida foi de “saudável” e, ademais, ocupa uma posição financeira de tipo 1, a melhor possível, e indiciadora de baixo risco de tesouraria. Quanto à rendibilidade do projeto, ela está demonstrada pelos critérios do VAL e da TIR, possibilitando à empresa criar valor (demonstrado pelo EVA) e, ao investidor, obter uma boa relação entre os capitais investidos e os lucros estimados (demonstrada pelo MVA). Do ponto de vista da comunidade em que se integra, o projeto não se resume a um mero investimento imobiliário ou de transação de bens entre privados (como se comprova pelo VAB e pelo Valor Criado), integrando-se num setor de atividade de interesse para o seu território (comprovado pela CAE). Conclui-se, pois, que compensa adequadamente a despesa pública associada. Já no que respeita à distribuição dos resultados do projeto pelos trabalhadores da empresa, este constitui um aspeto “crítico”, pois não permitirá uma melhoria evolutiva da massa salarial nem maximizará o efeito distributivo dos seus resultados por aqueles (como se depreende, respetivamente, dos critérios “efeito distributivo” e “evolução da massa salarial”). Face aos resultados quantitativos obtidos, e em sùmula do exposto, a empresa recebeu uma avaliação final automática de “deferida”, significando tal que o projeto contribui quer para os interesses da empresa, quer para os interesses da comunidade, pelo que tem mérito para receber apoios públicos.

4.2. Comunicação ao Cidadão

O valor relativo de cada candidatura e a justificação para a respetiva aprovação, ou não aprovação, deverão ser compreendidos pelo Cidadão. Com esse propósito concebeu-se um *Layout* específico, que pode ser visualizado na Figura 2. Este contém uma única página e, nessa, uma explicação sucinta, em termos não técnicos, dos indicadores avaliados, os resultados obtidos em cada um desses indicadores e, por fim, um gráfico do tipo velocímetro que lhe permitirá obter rapidamente o *score* final e o grau de ajustamento da empresa/projeto ao regulamento. O grau de ajustamento constitui, em si mesmo, o mérito relativo de cada candidatura face a todas as demais (equidade) e, numa situação-tipo, os apoios a que a candidatura venha a beneficiar, deverão ser proporcionais ao mesmo (controlo da despesa).

Figura 2 – Layout tipo da comunicação ao Cidadão



Síntese da avaliação e dos apoios concedidos	
Denominação da empresa	Guimarães Lda
Data de entrega da candidatura	25/04/2020
Posicionamento da empresa face ao Artº 35º do CSC	Cumpre
Desempenho económico da empresa	Negativo
Probabilidade de falência da empresa	Pouco provável
Equilíbrio financeiro de curto e médio-longo prazo da empresa	Positivo
Viabilidade do projeto de investimento proposto	Viável
Contributo do projeto para os interesses dos trabalhadores e da economia	Elevado
Adequação da candidatura ao regulamento (mínimo = 0%; máximo = 100%)	74%
Resultado final da avaliação	Aprovada
Estimativa dos apoios totais a conceder à empresa (€)	(€)

Fonte: elaboração própria

5. Conclusões, limitações e sugestões para investigação futura

Com o trabalho desenvolvido concluímos que é possível avaliar o mérito relativo de candidaturas submetidas a apoios públicos pela aplicação de um modelo económico-financeiro contendo 11 critérios de análise, todos calculados com base nas Demonstrações Financeiras publicamente divulgadas pelas empresas. Concluímos ainda que as áreas de contabilidade e finanças introduzem notas de eficiência e tecnicidade no processo administrativo, permitindo recolocar o ato vinculado no centro da decisão política, dando cor à linha que separa o poder discricionário do desvio de poder.

A maior dificuldade sentida no desenvolvimento do modelo prendeu-se com a Equação Fundamental da Contabilidade necessária à construção dos Balanços previsionais. Para consolidar depreciações/amortizações do Ativo, responsabilidades assumidas (nomeadamente com credores) e subsídios, com diferentes maturidades, bem como alterações de Capital Próprio e alheio, consoante resultem do histórico da empresa ou da implementação do projeto em si mesmo, foi necessário conceber um algoritmo que promovesse o acerto automático daquela equação.

Uma segunda dificuldade se colocou quanto ao Prémio de Risco. Nas empresas analisadas, um incremento de 0,5% do Prémio leva a diminuições do VAL entre 15% a 32%. Na medida em que a atualização dos *Cash-flows*, na situação com projeto, terá sempre um Prémio de Risco superior à situação sem projeto, quando se faz o diferencial entre ambas, o VAL, no caso com projeto, pode, facilmente, ser inferior à situação sem projeto, gerando um indeferimento da candidatura. Ultrapassámos esta questão colocando, na ferramenta, um

sistema automático de cálculo do Prémio de Risco, que minimiza o problema mas mantém o virtuosismo do seu cálculo.

As possibilidades de investigação futura nesta área são vastas e diversas, mas queremos destacar as que se referem ao Prémio de Risco. É muito utilizado em investimentos relacionados com ativos financeiros, onde é de fácil cálculo, e mesmo em empresas recém-criadas, com bom nível de adequação mas, no caso de ativos reais, em empresas maduras, o seu impacto é verdadeiramente crítico e, entendemos nós, insuficientemente estudado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alves, C. S. (2004). *Análise Financeira e Gestão Orçamental*. Lisboa: Instituto do Emprego e Formação Profissional.

Andrade, J. C. (2017). *Lições de Direito Administrativo, 5ª edição*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.

Antão, M., & Peres, C. (2018). *Eficiência dos Modelos Multissetoriais de Previsão de Falência Empresarial – o Caso do Sector Primário Ibérico*. Obtido em 3 fevereiro 2020, de <https://www.researchgate.net>

Ayotte, K., & Morrison, E. (2018). *Valuation Disputes in Corporate Bankruptcy*. Columbia Law School. University of Pennsylvania. Obtido em 9 de janeiro de 2020, de https://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol166/iss7/7

Baptista, M. H. (2017). *Administração Pública Comparada: avaliação de alguns casos representativos de reformas administrativas na Holanda, Reino Unido, Nova Zelândia e Portugal*. Dissertação de Mestrado. Lisboa: ISCTE - Instituto Universitário do Porto.

Bessa, M. C. (2018). *Análise Comparativa de Modelos de Previsão de Falência: PME's Portuguesas*. Dissertação de Mestrado. Porto: Faculdade de Economia, Faculdade do Porto.

Brealey, R. A., Meyers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill.

Breia, A. F., Mata, M. N., & Pereira, V. M. (2014). *Análise Económica e Financeira*. (L. Letras e Conceitos, Ed.) Rei dos Livros.

Cebola, A. (2017). *Projectos de investimento de PME - Elaboração e Análise, 2ª edição*. Lisboa: Edições Sílabo.

Cunha, R. M. (2016). *Heteronomia das Autarquias Locais*. Faculdade de Direito. Dissertação de Mestrado. Porto: Universidade do Porto.

Damodaran, A. (2012). *Investmen Valuation - Tools and techniques for determining the value of any asset, 3rd edition*. Wiley finance.

Duarte, J. M. (2014). *Modelos de previsão de falência para PME's da Indústria Transformadora*. Dissertação de Mestrado. Porto: Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2019). *Análise Financeira - Teórica e Prática, aplicação no âmbito do SNC, 5ª edição*. Lisboa: Edições Sílabo.

- Fernandes, J. S., & Gonçalves, C. (2016). *Análise económica e financeira das entidades privadas*. OCC - Ordem dos Contabilistas Certificados.
- Ferrão, R. (2016). *Incentivos às iniciativas económicas de interesse municipal*. Obtido em maio 2019, de CCDRC: <http://www.ccdrc.pt>
- IAPMEI. (2016). *Guia Explicativo para a Criação do Plano de Negócios e do seu Modelo Financeiro*. Obtido em 3 de janeiro de 2020, de <https://www.iapmei.pt>
- Megre, L. (2018). *Análise de projetos de investimento - uma perspetiva económica, 2ª edição*. (M. Robalo, Ed.) Lisboa: Edições Sílabo.
- Monteiro, F., Resende, M., & Silva, E. S. (2017). *Plano de Negócios - abordagem estratégica e financeira*. Porto: Vida Económica - Editorial.
- Neves, J. C. (2017). *Análise e Relato Financeiro - Uma Visão Integrada de Gestão, 9ª edição*. Alfragide: Texto Editora.
- Neves, J. C., & Silva, J. A. (1998). *Análise do Risco de Incumprimento: na Perspectiva da Segurança Social*.
- Oliveira, F. G., Leitão, A. P., Portugal, A. M., Reis, B. S., Pinto, D. M., Martins, H., . . . Nascimento, R. D. (2019). *Os Benefícios Fiscais em Portugal - conceitos, metodologia e prática*. Gabinete do Ministro do Trabalho.
- Peres, C. J. (2014). *A Eficácia dos Modelos de Previsão de Falência Aplicado ao Caso das Sociedades Portuguesas*. Dissertação de Mestrado. Lisboa: Instituto Politécnico de Lisboa, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.
- Peres, C., & Antão, M. (2016). A Utilização da Análise Discriminante Multivariada para a Previsão da falência empresarial: uma revisão. *Newsletter da Direção do Curso de Finanças Empresariais*, pp. 18-38.
- Peres, C., & Antão, M. (2018 a). *Eficiência dos Modelos Multissetoriais de Previsão de Falência Empresarial - o Caso do Sector 3º Ibérico*. Obtido em 3 fevereiro 2020, de <https://www.researchgate.net>
- Peres, C., & Antão, M. (2018 b). Previsão de Falência - Melhoria da Eficiência na Utilização da Informação Económica e Financeira. *XXVIII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica – Interioridade e Competitividade: Desafios Globais da Gestão*. Guarda.
- Peres, C., & Antão, M. (2019 a). Eficácia dos Modelos de Previsão de Falência Empresarial nas Portuguesas e Espanholas - O caso do Setor do Turismo. *European Journal of Applied Business Management*, pp. 1-12.
- Peres, C., & Antão, M. (2019 b). *O Caso da Indústria Transformadora Ibérica na Eficiência dos Modelos de Previsão de Falência Empresarial*. Obtido em 3 fevereiro 2020, de <https://www.researchgate.net>
- Santos, P. J. (2000). *Falência empresarial – modelo discriminante e logístico de previsão aplicado às PME do setor têxtil e do vestuário*. Dissertação de Mestrado. Coimbra: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra.