

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO
DE EMPRESAS: APLICAÇÃO AO
CASO DA YDREAMS

Sara de Vilarigues Baião Alves

Lisboa, 31 de julho de 2016

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO
DE EMPRESAS: APLICAÇÃO AO
CASO DA YDREAMS

Sara de Vilarigues Baião Alves

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Análise Financeira, realizada sob a orientação científica de Doutor Paulo Viegas de Carvalho, professor adjunto convidado, Finanças.

Constituição do Júri:
Presidente Prof. Doutor Joaquim Martins Ferrão
Arguente Prof. Doutor António Saragga Seabra
Vogal Prof. Doutor Joaquim Paulo de Carvalho

Lisboa, 31 de julho de 2016

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

Dedicatória

Aos meus Pais

Ao meu irmão

Ao meu marido

Agradecimentos

Quero agradecer à minha família, em particular à Isabel, ao Nuno, ao Bruno, à Prazeres e ao Américo pelas palavras de incentivo e apoio incondicional nas horas mais difíceis.

Uma palavra especial de apreço ao Doutor Paulo Carvalho, que aceitou orientar este trabalho, pela sua disponibilidade e forma afável como me tratou, pelas suas críticas, sugestões e sobretudo pela paciência e apoio demonstrado.

Gratifico a Informa D&B - Serviço de Gestão de Empresas pelos dados cedidos, sem os quais não teria sido possível a realização do estudo.

Agradeço a todos os meus amigos, colegas e restante família que me apoiaram nesta fase tão importante da minha vida.

A todos, obrigada pelo apoio e compreensão.

Resumo

Uma empresa entra em incumprimento quando não gera fluxos de caixa suficientes para cumprir as suas responsabilidades financeiras, situação que, quando em casos extremos, pode conduzir a empresa a um processo de falência. Dependendo o risco de incumprimento de diversos fatores, como sejam a capacidade de concessão de crédito e o setor de atividade, nesta dissertação proponho-me a fazer um estudo de caso sobre a análise da queda da empresa tecnológica Ydreams, antes apontada como um exemplo de projeto de inovação empresarial bem sucedido. O objetivo do trabalho é tentar perceber se já existiam previamente indícios de um elevado risco de crédito nesta empresa, quando ela se apresentava como uma das empresas mais promissoras no setor tecnológico em Portugal. Esta análise será feita através dos modelos e técnicas de análise de risco de crédito, que servem de base para tomadas de decisões de gestão, de investimento, bem como de crédito. Pretendo com este estudo responder à seguinte questão: será que os modelos anteciparam devidamente os problemas que posteriormente se observaram na Ydreams?

Palavras-chave: Incumprimento, Falência, Análise, Previsão

Abstract

A company goes into default when it does not generate enough cash flows to meet its financial responsibilities, which under extreme circumstances may lead the firm into bankruptcy. Considering that the risk of default depends on several factors, such as lending capacity and the business sector, in this work I propose to do a case study on the analysis of the fall of the technology company Ydreams. The goal is to try to understand if there were already prior signs of high risk of failure of what was considered one of the most promising companies in the technology sector in Portugal. This analysis will be done through the application of credit risk models and default risk analysis techniques, which are the basis for taking management decisions, doing investments, as well as taking credit decisions. In this study I intend to answer the following question: did the models anticipated properly the problems later observed in Ydreams?

Keywords: Failure, Bankruptcy, Analysis, Forecast/Prediction

Índice

ÍNDICE DE QUADROS E TABELAS.....	IX
ÍNDICE DE FIGURAS	X
ÍNDICE DE GRÁFICOS	X
LISTA DE ABREVIATURAS/SÍMBOLOS	XI
1. INTRODUÇÃO	1
2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	3
2.1. INCUMPRIMENTO: NOÇÃO, CAUSAS E PREVISÃO	3
2.1.1. <i>Incumprimento</i>	3
2.1.1.1. Insolvência Empresarial.....	4
2.1.1.2. Falência Empresarial	5
2.1.2. <i>Sintomas, Causas e Consequências do incumprimento Empresarial</i>	5
2.1.2.1. Sintomas do incumprimento Empresarial	5
2.1.2.2. Causas do incumprimento Empresarial.....	6
2.1.2.3. Consequências do incumprimento Empresarial.....	7
2.1.3. <i>Incumprimento, rácios e indicadores económico-financeiros</i>	8
2.1.4. <i>O incumprimento em Portugal</i>	10
2.2. MODELOS E TÉCNICAS DE ANÁLISE DE RISCO DE INCUMPRIMENTO	11
2.2.1. <i>Modelos de inteligência artificial</i>	12
2.2.2. <i>Sistema de Rating (Notação)</i>	14
2.2.3. <i>Sistema de Scoring (Pontuação)</i>	15
2.2.4. <i>Avaliação de analista</i>	17
2.2.5. <i>Vantagens e Limitações das avaliações de risco de incumprimento</i>	19
3. ESTUDO DE CASO – ANÁLISE YDREAMS	20
3.1. YDREAMS	20
3.1.1. <i>As empresas do Grupo YDreams:</i>	22
3.1.1.1. <i>Ynvisible</i>	22
3.1.1.2. <i>Azorean – Aquatic Technologies, S.A</i>	22
3.1.1.3. <i>YDreams Brasil</i>	23
3.1.2. <i>Atualidade</i>	23
3.2. METODOLOGIA	25
3.2.1. <i>Constituição da amostra ou seleção do “caso”</i>	30
3.2.2. <i>Recolha de dados num Estudo de Caso</i>	30
3.3. ANÁLISE DOS DADOS	30
3.3.1. <i>Rácios de Alavanca Financeira e Risco</i>	31
3.3.2. <i>Rácios de Liquidez</i>	36
3.3.3. <i>Rácios de Rendibilidade</i>	38
3.3.4. <i>Rácios de Funcionamento</i>	43
3.3.5. <i>Indicadores de Risco</i>	44
3.3.6. <i>Análise do equilíbrio financeiro</i>	46
3.4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	48
3.5. AVALIAÇÃO DE RATING DA INFORMA D&B	50
4. CONCLUSÕES.....	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52
APÊNDICES.....	54
ANEXOS	55
ANEXO I – TABELAS DE RATINGS	55
ANEXO II – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS YDREAMS	57

Índice de quadros e tabelas

Quadro 1 Rating de longo prazo da Moody's Investors Services	55
Quadro 2 Taxas de incumprimento cumulativas	56
Quadro 3 Balanço Ydreams (período 2008 a 2013)	57
Quadro 4 Demonstração de Resultados Ydreams (período 2008 a 2013)	58

Índice de figuras

Figura 2.1 Processo de Insolvência (Fonte: Alves, 2009)	8
Figura 2.2 Rácio NPL por país e por tipo de empréstimo 2013 (Fonte: Wyman, 2015).....	11
Figura 2.3 Tabela de aplicação de pontuação de crédito (Fonte: Falkenstein et al., 2000).....	16
Figura 3.1 Distribuição da base de dados da Informa D&B pelas classes de risco (segundo Rating D&B) à data de desenvolvimento do modelo (Fonte: Informa D&B)	26
Figura 3.2 Desempenho Global projetado (Fonte: Informa D&B).....	28
Figura 3.3 Taxa média nacional de <i>failure</i> por classe de risco (segundo o Rating D&B) (Fonte: Informa D&B).....	29
Figura 3.4 Situações financeiras típicas	48
Figura 3.5 Rating (Fonte: Dados facultados pela Informa D&B).....	50

Índice de gráficos

Gráfico 3.1 Autonomia Financeira	31
Gráfico 3.2 Solvabilidade	32
Gráfico 3.3 Endividamento	33
Gráfico 3.4 Capacidade de Endividamento	33
Gráfico 3.5 Cobertura dos Encargos Financeiros.....	34
Gráfico 3.6 Cobertura do serviço de dívida	35
Gráfico 3.7 Peso do passivo no capital próprio	35
Gráfico 3.8 Peso do Passivo de Curto prazo na Estrutura de endividamento.....	36
Gráfico 3.9 Rácios de Liquidez - Ydreams.....	37
Gráfico 3.10 Rácios de Liquidez do Setor.....	37
Gráfico 3.11 Rendibilidade Operacional das Vendas	38
Gráfico 3.12 Rendibilidade Líquida das Vendas.....	38
Gráfico 3.13 Rendibilidade do Capital Próprio	39
Gráfico 3.14 Rendibilidade do Ativo Total (1).....	40
Gráfico 3.15 Rendibilidade do Ativo Total (2).....	40
Gráfico 3.16 Rendibilidade dos Capitais Investidos	41
Gráfico 3.17 Margem do EBITDA	41
Gráfico 3.18 Capacidade de Reembolso.....	42
Gráfico 3.19 Meios Libertos.....	43
Gráfico 3.20 Rotação do Ativo Corrente	43
Gráfico 3.21 Rotação do Ativo Total.....	44
Gráfico 3.22 Indicadores de Risco - Ydreams	46
Gráfico 3.23 Indicadores de risco - Setor.....	46
Gráfico 3.24 Evolução da Situação de Tesouraria Ydreams	48

Lista de abreviaturas/símbolos

PME – Pequenas e médias empresas

IFM – Informação Mercados Financeiros

PD – *Probability of default*

MIT – *Massachusetts Institute of Technology*

RL – Resultado Líquido do exercício

CP – Capital próprio

RCI – Rendibilidade Capitais Investidos

MLB – Meios Libertos Brutos

MLL – Meios Libertos Líquidos

MLO – Meios Libertos Operacionais

GAAE – Grau de Alavancagem de Atividade de Exploração

GAAF – Grau de Alavancagem de Atividade Financiamento

ARAF – Grau de Alavancagem das restantes atividades financeiras

GAC – Grau de Alavancagem Combinada

FM – Fundo Maneio

NFM – Necessidades Fundo Maneio

1. Introdução

Com este trabalho pretendo fazer um estudo de caso sobre a análise da queda da empresa tecnológica Ydreams, observada em 2013, recuando cinco anos antes de a mesma ter ocorrido, ou seja desde 2008.

Porquê a Ydreams? A empresa é portuguesa e foi fundada no ano 2000, desenvolve espaços e experiências interativas através de tecnologia, arte e design, com o intuito de redefinir a forma como interagimos com a informação e conteúdos. A empresa conta com uma equipa multidisciplinar com cerca de 120 colaboradores, de áreas tão diversas como a engenharia informática, mecânica e elétrica, design gráfico, comunicação, industrial, e interação, realidade aumentada, interfaces naturais, interação humano-computador e robótica. A YDreams conta mais de 600 projetos realizados no mundo inteiro, com clientes e parceiros das mais diversas áreas de mercado, entre as quais Nokia, Vodafone, Adidas, Banco Santander e TMN. A YDreams tem sido frequentemente referenciada na imprensa portuguesa como um caso de sucesso no campo das novas tecnologias, com destaque para o posicionamento global da empresa. Também foi referenciada nos meios de comunicação estrangeiros, como a revista Wired, Business Week e The Economist Technology Quarterly Review, e reportagens televisivas na CNBC Europe, TVE, Euronews e France 24.

Não obstante esta evolução de sucesso, em 2015, a Ydreams entrou com um pedido de Processo Especial de Revitalização no tribunal do Barreiro, com créditos reclamados no valor de 17,9 milhões de euros, para evitar a falência.

Esta dissertação tem como objetivo tentar perceber se já existiam indícios sobre este desfecho, através da análise financeira da empresa Ydreams, e o que levou ao seu declínio, quando se apresentava como uma das empresas mais promissoras no setor tecnológico em Portugal.

A estrutura da dissertação será organizada da seguinte forma: a secção 2 apresenta o enquadramento teórico; a secção 3 apresenta a metodologia, o estudo de caso em análise e os resultados esperados; a secção 4 discute as principais conclusões da dissertação e do estudo de caso. A secção 2 é constituída por duas partes, a primeira intitulada de “Incumprimento: Noções, Causas e Previsão”, onde se faz uma abordagem dos vários conceitos de incumprimentos, falência empresarial e insolvência empresarial e se referem os sintomas, as causas e as consequências que podem levar uma empresa a entrar em incumprimento. Ainda nesta secção são apresentados os indicadores económico-

financeiros e é caracterizado o incumprimento em Portugal. Na segunda parte, intitulada “Modelos e técnicas de análise de risco de incumprimento”, apresenta-se as técnicas estatísticas utilizadas nos modelos de previsão do incumprimento e referem-se os objetivos da utilização dos mesmos. São apresentados alguns dos modelos mais referidos na literatura sobre previsão de falência e analisam-se as vantagens e limitações da utilização destes. Na secção 3, procede-se ao estudo de caso, fazendo a análise do risco de incumprimentos da empresa YDREAMS. De seguida são estimados, apresentados e discutidos os resultados obtidos nos modelos estimados. Por último, finaliza-se a presente dissertação com as conclusões deste trabalho de investigação. Apresentam-se as limitações que a análise empírica revela e as recomendações que poderão ser úteis para investigações futuras.

2. Enquadramento teórico

2.1. Incumprimento: Noção, Causas e Previsão

Num contexto de crise, muitas são as empresas que se encontram em dificuldades, quer para encontrar clientes que lhes permitam manter e crescer o seu negócio, quer para identificar fornecedores que se mantenham a laborar de forma sustentada e duradoura.

2.1.1. Incumprimento

Uma empresa que não seja capaz de gerar fluxos de caixa suficientes para cumprir as suas responsabilidades financeiras não tem necessariamente de ser considerada numa situação de falência, mas sim de incumprimento. Ou seja, segundo Bottazzi e Tamagni (2011):

A default occurs when obligations are past due more than 90 days or when the creditor institution considers that the obligor is unlikely to repay his/her debt in full. Default events are both a signal of business troubles and a costly condition that should be in principle avoided. Although defaults are not immediately related with exit, several reasons suggest defaults to represent a good proxy for failure.

Este tipo de situações pode ocorrer na vida das empresas sem necessariamente significar que a empresa seja economicamente inviável e que não exista hipótese alguma de recuperação financeira da mesma.

O incumprimento de um pagamento a um credor pode ser uma consequência de um pequeno desequilíbrio pontual no saldo de caixa ou depósitos à ordem da empresa. Este tipo de situações não deve levar, por si só, a concluir que a empresa está à beira da falência.

A empresa poderá gerar habitualmente fluxos de caixa mais que suficientes para fazer face aos seus compromissos financeiros e, no entanto, por exemplo, num determinado mês em que teve necessidade de adiantar uma caução sobre um imóvel que arrendou, ficar pontualmente com um desequilíbrio na sua tesouraria. Este tipo de situações, ao ocorrer, pode resultar em incumprimento, cuja solução pode passar, por exemplo, por contratar uma linha de crédito de curto prazo junto do banco, não significando por isso que a empresa seja considerada imediatamente falida.

De referir, contudo, que estas situações pontuais de incumprimento podem, efetivamente, indiciar que a empresa se encontra com dificuldades na gestão financeira de curto prazo.

Assim sendo, o incumprimento, apesar de *per si* não significar uma situação de inviabilidade económica imediata, poderá ser um sinal de que a empresa se encontra no limite da sua capacidade de endividamento e não se mostra capaz de gerar fluxos de caixa suficientes para cumprir as suas obrigações contratuais.

2.1.1.1. Insolvência Empresarial

O conceito de insolvência é um conceito legal previsto no artigo 3.º do Código da Insolvência e da Recuperação da Empresa¹. Com base no n.º 1 e 2 deste artigo, podemos definir uma empresa insolvente da seguinte forma:

É considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas. [...] são também consideradas insolventes quando o seu passivo seja manifestamente superior ao activo, avaliados segundo as normas contabilísticas aplicáveis. (DL 53/2004)

Assim, a situação de insolvência verifica-se não apenas pelo facto de a empresa não conseguir cumprir pontualmente os seus compromissos financeiros, mas também porque se encontra impossibilitada de o fazer, quer por recurso à atividade operacional, quer por qualquer outro meio de obtenção de fluxos de caixa.

A insolvência não se confunde com a falência, dado que a insolvência não implica a inviabilidade económica da empresa ou a irrecuperabilidade, mas na impossibilidade de cumprir obrigações vencidas.

¹ Decreto-Lei n.º 53/2004 de 18 de Março

2.1.1.2. Falência Empresarial

Do ponto de vista económico, “uma empresa/emitente encontra-se numa situação de falência quando se declare a sua inviabilidade económica ou irrecuperabilidade financeira” (CMVM)². Num contexto legal, podemos entender a falência como uma consequência do processo de insolvência em que, não existindo recuperabilidade possível de toda ou parte da empresa, os credores decidem pela extinção da mesma, através da liquidação do ativo e da partilha do resultado da liquidação pelos diversos credores.

Outro conceito bastante utilizado quando uma empresa se encontra numa situação económica difícil é a falência técnica, segundo IAPMEI «é a situação em que o valor contabilístico do capital próprio da empresa é negativo, ou seja, quando o valor contabilístico do passivo é superior ao valor contabilístico do activo»³. Este conceito é meramente contabilístico, na medida em que se baseia exclusivamente na análise do balanço.

2.1.2. Sintomas, Causas e Consequências do incumprimento Empresarial

São diversos os sintomas e as causas do incumprimento empresarial que por vezes levam a consequências mais definitivas como a falência empresarial, ou a outras mais provisórias como é o caso das reestruturações ou alterações estruturais implementadas para recuperar a saúde financeira da empresa.

2.1.2.1. Sintomas do incumprimento Empresarial

Sintoma é qualquer alteração da perceção normal, qualquer sinal de perturbação no normal funcionamento de uma empresa. Segundo Chaves da Silva (2011), uma empresa passa por quatro estágios antes de entrar em falência,

sendo o estágio 1, uma estrutura patrimonial, com ativo, dívidas e capital próprio;

o estágio 2, existe um crescimento das dívidas e uma diminuição do património

²

<http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx>

³ <http://www.iapmei.pt/iapmei-gls-02.php?glsid=4&letra=F>

líquido; o estágio 3, produz uma igualdade entre as dívidas e os investimentos; e por fim o estágio 4, as dívidas chegam a ser maiores que os componentes de capital, neste caso a massa já está falida e em detrimento da sua composição.

Outro dos sintomas de incumprimento empresarial é a alteração dos rácios e indicadores económicos, uma empresa em incumprimento exhibe rácios substancialmente diferentes de uma empresa em continuidade (Altman, 1968). Mais à frente, irei tratar este assunto em maior pormenor.

No caso de empresas auditadas é importante analisar a opinião do auditor pois estes têm um papel importante devido aos seus mecanismos de monitorização. Estudos indicam que a opinião qualificada do auditor bem como a mudança de auditores está associada ao subsequente incumprimento e posterior falência. Segundo Senteney, Chen e Gupta (2006), existe uma ocorrência maior de incumprimento quando há mudança de auditor, em 27% das empresas em incumprimento tinham mudado de auditor durante o estudo e 73% das empresas que alteraram de auditor entraram em incumprimento. Quando a gestão tende a ter contas mais agressivas, tende a mudar para um auditor mais permissivo.

2.1.2.2. Causas do incumprimento Empresarial

São muitas as empresas que entram em incumprimento, cada uma pelos seus diversos fatores, quer sejam eles internos ou externos à empresa, como por exemplo, má gestão, dimensão da empresa, maturidade da mesma, quebra do volume negócios, falta de inovação, conjuntura do setor económico, recessão económica, entre outros.

Koksal⁴ (2002, *apud* Madeira, 2003) define como causas da falência empresarial três tipos de fatores: os ambientais, os operacionais e os estratégicos. Os fatores ambientais consistem na crise económica, no aumento das taxas de juro, na diminuição da procura, na incapacidade de adaptação às mudanças e na diminuição de crescimento da indústria ou sector. Como fatores operacionais temos o capital humano com falta de experiência profissional e falta de conhecimento do negócio, bem como a falta de equilíbrio ao nível dos gestores de topo. Finalmente, quanto aos fatores estratégicos, existe a ineficiente utilização dos recursos e a incapacidade de diversificar produtos e mercados.

⁴ KOKSAL, A. – **Predicting the development of decline in construction companies**. Doctoral Dissertation, Chicago, Illinois Institute of Technology, 2002.

As empresas com menos anos de vida têm mais tendência a falir devido à falta de experiência, e às barreiras à entrada no negócio causadas pela concorrência. No entanto, as empresas mais antigas não estão livres de problemas, tais como a falta de adaptação às mudanças no setor e a falta de capacidade de inovação. Porém, a sua experiência será uma vantagem, pois dar-lhes-á maior capacidade de gestão dos obstáculos.

Quanto à dimensão das empresas, há estudos que mostram que esta variável não as salva da possibilidade de incumprimento. Aliás Bottazzi e Tamagni (2011) argumentam que as empresas maiores são mais propensas a incorrer em dificuldades financeiras devido a situações de incumprimento. Na verdade, apesar de estas empresas serem mais bem sucedidas que as pequenas na recuperação do incumprimento e em evitar a falência, elas são, todavia, mais propensas a ter problemas graves que levam ao incumprimento.

2.1.2.3. Consequências do incumprimento Empresarial

As consequências do incumprimento empresarial podem ser diversas consoante as causas que levaram ao incumprimento, bem como o modo como a empresa geriu a situação.

Como referi anteriormente, uma empresa que se encontra em incumprimento não significa necessariamente que seja economicamente inviável e que não exista recuperabilidade financeira. Pode apenas ter surgido um imprevisto e a empresa estar somente com um desequilíbrio pontual. Porém, há casos em que as consequências do incumprimento são mais gravosas, podendo levar a empresa à insolvência e posterior falência. Madeira (2003) define as fases de declínio de uma empresa, começando por dizer que uma empresa passa por uma fase de cegueira, onde existe uma incapacidade de reconhecimento de mudanças no ambiente externo. Surge a necessidade de criar gestores que consigam antecipar essas mudanças caso contrário inicia-se um processo de declínio. Seguidamente vem a fase de falta de ação ou tomada de ações erradas, onde se tomam decisões precipitadas a curto prazo como o despedimento de pessoal e o desinvestimento. Estas decisões fazem com que chegue a fase da crise, onde a empresa numa situação de desespero começa a pedir financiamentos. Por fim, entra-se na fase irreversível de dissolução pois a empresa perdeu posição nos mercados e destruiu capital.

Quando em falência, a empresa deverá liquidar todo o seu ativo e cessar a atividade económica, enquanto que, no caso de insolvência, a empresa tem a necessidade de

reestruturação financeira tendo em vista a sua recuperação, através do processo de insolvência.

O processo de insolvência tem como objetivo garantir, da forma mais eficiente possível, os interesses dos credores, podendo ser pela via da recuperação ou da liquidação da empresa. Na Figura 2.1 apresento de forma simplificadas as etapas que uma empresa percorre até à finalização do processo de insolvência.

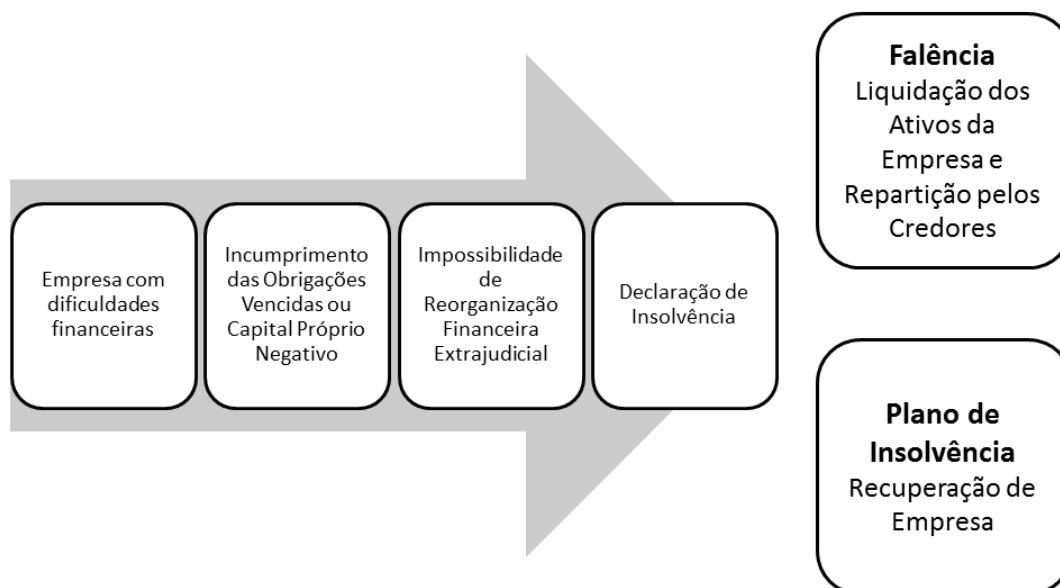


Figura 2.1 Processo de Insolvência (Fonte: Alves, 2009)

2.1.3. Incumprimento, rácios e indicadores económico-financeiros

Para acompanhar, analisar e preparar, a tomada de decisões de gestão, torna-se indispensável dispor de elementos de informação completos e detalhados que permitam fazer o diagnóstico da atividade da empresa e da sua evolução ao longo do tempo. São vários os rácios e indicadores utilizados para fazer esse diagnóstico. No entanto, nem todos nos dão as mesmas indicações sobre a situação financeira da empresa.

Os rácios económico-financeiros, na perspetiva positivista⁵, são utilizados pelos analistas financeiros para fazer previsões sobre variáveis financeiras, tais como, a rentabilidade dos

⁵ Positivista - os rácios são utilizados para estimar relações empíricas entre valores e são utilizados como meio de previsão.

capitais e os lucros. Mais recentemente, os investigadores têm vindo a recorrer à aplicação de modelos estatísticos sobre diversos tipos de rácios, tendo em vista, por exemplo, a previsão de falência.

Os rácios não são apenas um quociente ou uma razão entre duas grandezas, mas sim uma importante técnica de análise da situação financeira de uma empresa. Os rácios deverão ser calculados e comparados com os dados do setor por forma a poder posicionar-se a empresa face ao setor em que se situa. Moreira (1999) salienta que os rácios não valem por si mesmos, mas pela interpretação que deles é feita, não sendo o significado económico ou financeiro objetivamente definido.

As vantagens da utilização desta técnica de análise são antecipar a evolução futura da empresa, detetando eventuais sinais de perigo e flexibilidade para ser adaptada.

Os rácios têm como objetivo serem padrões de comparação, podendo ser analisados os indicadores da própria empresa, e a sua evolução ao longo do tempo de modo a definir a tendência; indicadores de empresas concorrentes, que pertençam ao mesmo setor e ofereçam comparabilidade, por exemplo quanto à dimensão, e quando não é possível encontrar empresas concorrentes comparáveis utilizam-se os indicadores setoriais, que devem ser utilizados com cautela pois apresentam valores médios que escondem as realidades empresariais que podem ser bastante distintas da empresa em análise.

A utilização dos rácios tem porém limitações, “devendo por isso ser usado com prudência, sob pena de se tirarem conclusões, no mínimo com pouco significado, se não mesmo incorretas.” (Neves, 2007). Algumas das limitações residem no facto de os rácios apenas tratarem dados quantitativos, havendo que ter em atenção as diferenças das práticas contabilísticas, bem como a diferença de cálculo de um mesmo rácio, visto não existir uma normalização. Além disso, as decisões de curto prazo podem afetar os rácios que as refletem.

Os estudos pioneiros na utilização dos rácios como forma de prever a falência são de Beaver (1966), com análise univariada, e de Altman (1968), com análise multivariada. Diversos estudos posteriores vieram utilizar os fundamentos de análise discriminante inicialmente propostos por Altman. De entre esses estudos iniciais, salientam-se, nos EUA, Meyer e Pifer (1970), Deakin (1972), Edminster (1973) e Blum (1974) e, no Reino Unido, Taffler (1982) e Barnes (1983), entre outros. São apontados como fatores explicativos principais por Altman (1968), os rácios de rentabilidade, de liquidez e de solvibilidade.

Não obstante, Altman também defende que os indicadores difiram, dependendo de se tratar de uma empresa em continuidade ou em declínio, com os indícios de incumprimento a revelarem-se nos cinco anos anteriores. Já Ohlson (1980), precursor da utilização de modelos *logit* como alternativa à análise discriminante, defende que o tamanho da empresa, a medida da estrutura financeira, as medidas de desempenho e a liquidez corrente são os quatro indicadores mais significantes que afetam a probabilidade de incumprimento.

2.1.4. O incumprimento em Portugal

O incumprimento em Portugal revelou um aumento significativo devido à crise económica de 2007, embora em anos posteriores tenha dado mostras de abrandamento. No último trimestre do ano 2014, “1286 empresas deixaram de ter créditos em situação irregular, o número mais elevado [...] desde o mesmo período de 2007. [...] Mais de metade das saídas de incumprimento disseram respeito a créditos de Pequenas e Médias Empresas (PME)” (Melo, 2015). Os dois motivos que explicam a diminuição do incumprimento segundo Filipe Garcia, economista da IMF, Informação de Mercados Financeiros, consistem no facto de ter havido um “[...] menor número de créditos novos versus o vencimento dos antigos, o que por si só explica parte da diferença; a isto alia-se o facto de os novos créditos serem concedidos de forma mais restrita, potenciando taxas mais baixas de incumprimento.”

Numa análise em contexto europeu, o estudo feito pela Oliver Wyman (2015), em parceria com a Intrum Justitia, revela que “Portugal piora para sétimo lugar no *ranking* de incumprimento de crédito no que diz respeito o incumprimento de crédito no que diz respeito aos empréstimos a PME”. O estudo analisa a situação do crédito, dividindo-o em hipotecário, pessoal e PME, em 28 países europeus, como se pode ver na Figura 2.2.

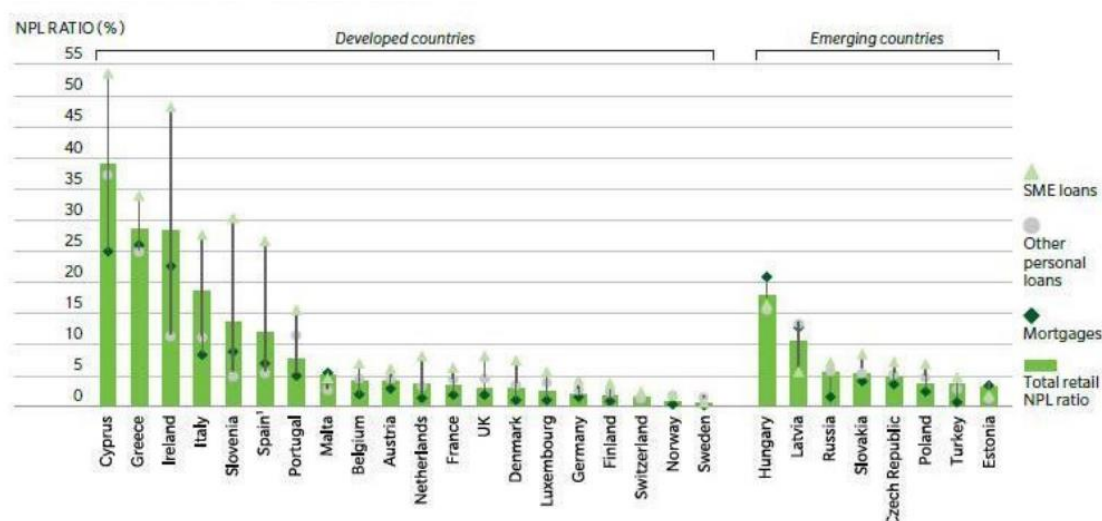


Figura 2.2 Rácio NPL por país e por tipo de empréstimo 2013 (Fonte: Wyman, 2015)

2.2. Modelos e Técnicas de análise de risco de incumprimento

O risco deve ser entendido como um desafio, devendo por isso ser impulsionador na procura de procedimentos eficientes e eficazes na gestão da atividade.

O risco surge quando existe a probabilidade de uma determinada situação ter um resultado que não é o desejado. Assim, o nível de risco associado a determinado acontecimento pode ser definido pelo seu grau de indesejabilidade, tendo em consideração o perfil de risco do agente económico⁶ e pela probabilidade da sua ocorrência, considerando que o evento sucede durante um determinado período de tempo.

Num sistema financeiro são diversos os tipos de riscos a que uma empresa está sujeita. Irei abordar pormenorizadamente o risco de crédito, onde os impactos negativos nos resultados ou no capital são oriundos do não cumprimento dos compromissos financeiros perante as instituições de crédito.

⁶ Agentes económicos são todos os indivíduos, instituições ou conjunto de instituições que, através das suas decisões e ações, tomadas racionalmente, intervêm em qualquer circuito económico, de acordo com a informação que consta no *site* da Associação Portuguesa de Banco (2014A).

Neves (2007) classificou os sistemas clássicos de análise do risco de crédito em sistemas de *scoring*⁷ (pontuação) e sistemas de *rating* (notação crédito).

Porém, tem-se vindo a desenvolver outros modelos de análise de risco de crédito, tendo por base, nomeadamente:

- Modelos que utilizam a inteligência artificial, como sejam os *expert systems* e as redes neuronais;
- Modelos que utilizam informação de mercado, como seja a estrutura temporal da taxa de juro e as taxas de mortalidade e migração do crédito;
- Modelos que utilizam a teoria das opções na avaliação do risco de incumprimento (Neves, 2007: 203).

2.2.1. Modelos de inteligência artificial

Surgem, no início da década de 90, metodologias baseadas na aplicação de redes neuronais, um dos domínios em que a inteligência artificial se tem mostrado mais fecunda em produzir modelos teoricamente aplicáveis, segundo Neves (2007: 223),

Em termos muito genéricos, uma rede neuronal mais não é do que uma tecnologia de processamento da informação que se inspira no funcionamento do cérebro humano, isto é, que se baseia numa rede de unidades base, designadas por neurónios, que reagem a estímulos, produzindo assim um determinado “output”. Cada um destes neurónios recebe como estímulo determinada informação primária e/ou “output” originado por outros elementos da rede.

Existe uma variedade de redes neuronais artificiais a ser experimentada, com a modelização de cada neurónio a variar desde a simples soma ponderada das entradas a conjuntos complexos de equações diferenciais, a informação a circular na rede apenas num sentido ou em vários, os neurónios em constante atualização simultaneamente ou com

⁷ Pontuação é a tradução do termo anglo-saxónico *scoring*. Note-se que existe na prática uma certa confusão entre o que é *scoring* e o *rating*. Enquanto *rating* significa avaliar, *scoring* significa somar pontos. Assim, ambos são sistemas de classificação de crédito, mas o *scoring* é um sistema mecanicista de pontuação, enquanto o *rating* é um sistema de avaliação manual e, por isso mesmo, baseado em julgamento qualitativos.

intervalos temporais entre eles, resulta num número quase ilimitado de combinações possíveis.

Algumas das áreas em que a performance das redes neuronais artificiais mais se faz notar são:

- **Classificação:** Uma das possibilidades mais explorada das redes neuronais consiste na sua utilização para classificar padrões de entradas em diferentes categorias.
- **Redução de ruído:** Uma rede neuronal pode ser treinada de forma a reconhecer um determinado número de padrões de entradas, reproduzindo-os nas suas saídas. Desta forma pode ser utilizada para reproduzir o padrão original quando, este lhe é apresentado com ruído.
- **Predição:** Um problema muito comum, na área financeira, consiste em prever o valor futuro de uma variável a partir de valores históricos dessa variável ou de outras variáveis com ela relacionadas. Também neste domínio, sistemas baseados em redes neuronais se têm muitas vezes mostrado mais eficazes que técnicas mais tradicionais.

É ainda de realçar que, em todas as tarefas mencionadas, as redes neuronais apresentam sempre uma grande robustez e flexibilidade, mostrando-se capazes de lidar com dados *fuzzy*⁸ ou com grande margem de erro, encontrando padrões subtis, obscuros para muitas outras técnicas e resistindo a alguma não-linearidade nos dados ou até a dados matematicamente complexos.

São vários os autores que reconhecem a potencialidades desta nova ferramenta, como é o caso de Bardos e Zhu (1997) e Altman et al. (1994). Porém, também são de opinião que se está mais numa fase de investigação do que de aplicação prática, levantando ainda alguns pontos. Salienta-se a difícil interpretação dos resultados face aos diferentes rácios introduzidos, tornando-se quase impossível validar, em termos económicos, o modelo obtido, o que levantará certamente muitas dificuldades à implementação prática de tais sistemas, e a quantidade de informação necessária que, muitas vezes, não se encontra disponível para o analista.

⁸ Dados *fuzzy* são dados aproximados e não exatos.

Neves (2007) é da opinião “que se está perante uma metodologia nova e promissora mas em termos complementares às ferramentas estatísticas existentes que, já por si, deverão sempre ser sujeitas ao crivo de uma análise individualizada para os casos mais sensíveis”.

2.2.2. Sistema de *Rating* (Notação)

A primeira notação foi constituída, em 1909, pelo fundador da agência de notação *Moody's Investors Services* (John Moody), como consequência da falta de informação sobre o risco de incumprimento.

O *rating* emergiu devido à crescente dificuldade de obter informação sobre risco de devedores de natureza financeira. Atualmente, o *rating* é abordado como um instrumento de informação para os investidores, podendo ser definido como um cálculo de credibilidade de um tomador de crédito, na opinião de Silva *et al.* (2013). O seu principal objetivo é o de melhorar a eficiência do mercado financeiro, proporcionando aos credores uma avaliação da posição do devedor no momento de lhe disponibilizar o crédito. A notação de *rating* será tanto mais fidedigna, quanto maior for a probabilidade de o devedor ter capacidade de assumir os seus compromissos financeiros.

Segundo a Companhia Portuguesa de Rating, atualmente integrada na ARC, a notação representa “uma opinião sobre a capacidade e vontade de uma entidade honrar, atempadamente e na íntegra os compromissos financeiros sujeitos a *rating* e indicam a probabilidade de incumprimento (*probability of default* (PD)) dos compromissos financeiros”. Assim, verificam-se situações de incumprimento quando não são honrados os compromissos financeiros sujeitos a *rating* e/ou, relativamente à entidade cujos compromissos financeiros são sujeitos a *rating* ocorram eventos que indiquem que o pagamento futuro não vai ocorrer na sua totalidade e/ou tempo útil.

As agências de *rating* atribuem *rating* a empresas e aos seus títulos de crédito, sendo que o *rating* trata de medir o risco de um capital alheio específico. A classificação final depende da perceção que o analista tem da situação global da empresa e da sua capacidade de cumprimento da dívida.

No *rating* a informação qualitativa e quantitativa é trabalhada para que o analista percecione qual o nível de risco a que a empresa em causa pertence, a partir de uma definição prévia dos níveis de risco. Por exemplo, a *Moody's* classifica o crédito em 9

graus diferentes, entre Aaa e C, em que Aaa tem um nível de risco de crédito mais baixo e C tem um risco de crédito muito elevado, como explica o *Quadro 1* do Anexo I, estando associado a cada grau uma determinada probabilidade de incumprimento, como apresenta Falkenstein (2000)⁹, ver *Quadro 2* do Anexo I.

2.2.3. Sistema de *Scoring* (Pontuação)

Os sistemas de *scoring* “são sistemas que utilizam rácios e outros indicadores para classificar, de forma automatizada, as empresas por grau de risco e baseiam-se, normalmente, em informações históricas” (Neves, 2007: 202).

Depallens (1974) elaborou um sistema de pontuação teórico que atribui ponderações a cada rácio, de acordo com uma importância, para o qual é anteriormente calculado um índice normalizado (através da divisão do rácio da empresa pelo rácio do setor, considerado normal). A soma dos valores ponderados permite constatar em que situação financeira a empresa se situa e qual o seu nível de risco relativo.

Altman e Saunders (1998), assim como Boudoukh e Saunders (1998), aplicam a inteligência artificial à análise de risco, desenvolvendo novos modelos. Estes foram alcançados através dos *Expert Systems* e das redes neuronais, aplicados aos sistemas de pontuação, utilizando a informação de mercado (estrutura temporal das taxas de juro, taxas de mortalidade e migração do crédito).

Thomas (2009) refere que os modelos de *scoring* pretendem avaliar não só o perfil de risco, mas também a probabilidade do candidato ao crédito poder vir a dar lucro à instituição, apontando como principal objetivo melhorar o processo de seleção de bons clientes, de modo a reduzir perdas futuras. A utilização destes modelos tornou-se bastante popular, pelo que estes se tornaram um fator chave e uma ferramenta valiosa para dar suporte à decisão, muito importante para a quantificação e gestão do risco.

A grande maioria das empresas é avaliada através das demonstrações financeiras, resultados de relatórios de negócio, ou de informação de crédito oficial e não pelos valores patrimoniais de mercado ou classificações de agências de *rating*. A Figura 2.3 mostra como

⁹ *Moody's Public Firm Risk Model: A Hybrid Approach to Modeling Short Term Default Risk. Moody's Investors Service. 2000*

várias ferramentas de crédito são aplicadas, partindo do consumidor para pequenas e para as grandes empresas, vendo a figura da esquerda para a direita.

Tabela de Aplicação de Pontuação de Crédito

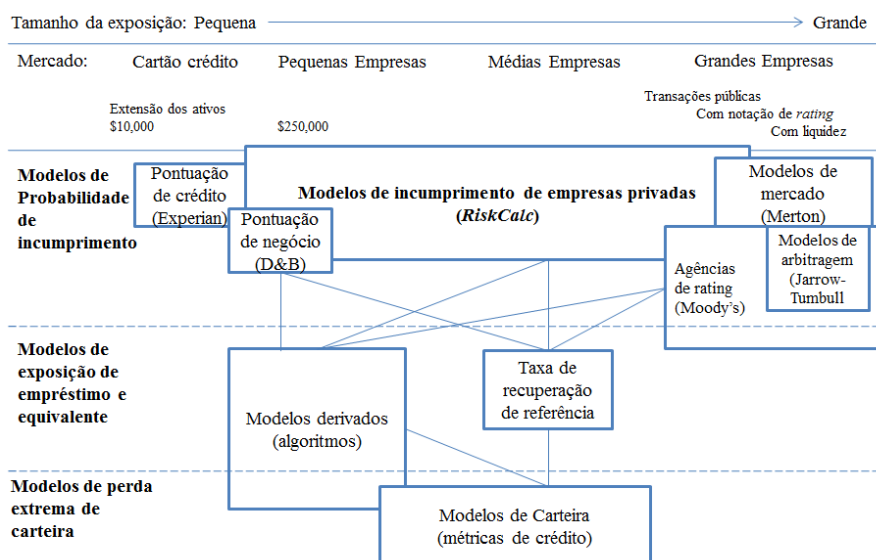


Figura 2.3 Tabela de aplicação de pontuação de crédito (Fonte: Falkenstein et al., 2000)

Existem assim vários modelos de probabilidade de incumprimento, nomeadamente:

- Pontuação de crédito - avalia maioritariamente crédito ao consumo, tal como cartões de crédito ou crédito automóvel. Conforme o próprio nome indica, a avaliação efetuada por estes modelos assenta em informação residente em bureaus de crédito, onde as agências de avaliação de crédito concentram a sua análise no perfil histórico de pagamentos, no peso do endividamento individual e nas consultas sobre novos pedidos de crédito. Porém, estes modelos também são utilizados para as pequenas empresas, até pelo menos \$100.000 de ativo, que são consideradas como extensão de um individuo e partilham características de individualidade.
- Pontuação de negócio - é baseado em garantias, ações judiciais, petições credores, idade e tamanho da empresa, estas pontuações são direcionadas principalmente para avaliar os fornecedores e compradores, e separar os potenciais mutuários que demonstram uma incapacidade ou falta de vontade de pagar, independentemente da qualidade do crédito pessoal dos principais proprietários ou balanço da empresa.

- Modelos de Mercado – são baseados na teoria das opções. A situação líquida da empresa é considerada uma *call option* no valor dos ativos da empresa, onde o preço de exercício é uma proporção dos passivos. Em mercados eficientes o valor dos capitais próprios e a sua volatilidade, que é diretamente observável, combinada com a informação do nível de dívida é suficiente para dar uma estimativa da probabilidade de incumprimento. Extensões ao estudo, tais como Moody's public firm model¹⁰, utilizam uma variante do modelo de Merton.
- *Credit ratings* - são opiniões baseadas numa extensa análise (humana), quer quantitativa quer qualitativa da performance da empresa, realizada por analistas de agências de rating.
- *Hazard models* - estes modelos de risco introduzem uma componente de tempo contínuo, em vez de abordagem de tempo discreto na qual normalmente apenas é considerado um único período no tempo.
- Modelos de exposição - estes modelos estimam as exposições de crédito condicional num evento de incumprimento, e, portanto, são complementos para todos os modelos apresentados acima.
- *Portfolio models* - tal como os *exposure models* são ferramentas complementares de notação e não substitutos, dando probabilidades de incumprimento e exposição para cada transação de um portfólio, é necessário um resumo que não é simples devido às correlações dessas exposições e a assimetria dos pagamentos da dívida.
- Aparece em destaque o *RiskCalc*, que tem como alvo empresas de média dimensão. Outros modelos, tais como Altman's Z-score, analisam este segmento. Estes modelos utilizam a informação das demonstrações financeiras para prever o incumprimento.

2.2.4. Avaliação de analista

A avaliação de um analista de crédito tem como fontes de informação documentos financeiros, como o Balanço, a Demonstração de Resultados e a Demonstração de Fluxos

¹⁰ *Moody's Public Firm Risk Model: A Hybrid Approach to Modeling Short Term Default Risk. Moody's Investors Service. 2000.*

de Caixa, tendo como principal objetivo o diagnóstico da situação financeira da empresa, internamente pode ser utilizado como instrumento de previsão, externamente surge como instrumento de decisão e/ou comunicação com os investidores.

A análise financeira consiste na avaliação da “saúde” de uma empresa, ou seja, estuda a viabilidade, estabilidade e capacidade de lucro de um negócio ou projeto, através de um conjunto de instrumentos e métodos que permitem atestar sobre a situação financeira de uma empresa, bem como, perceber o seu desempenho futuro.

Para que o analista possa verificar a situação económico-financeira de uma empresa, é fundamental o recurso a alguns indicadores, nomeadamente os que assumem a forma de rácios. Porém, os rácios são apenas um instrumento de análise, que devem ser complementados por outros. Com efeito, a análise de indicadores fornece apenas alguns indícios que o analista deverá procurar confirmar através do recurso a outras técnicas, tais como, análise da qualidade dos resultados, centra-se na identificação de sinais de perigo sobre os resultados futuros, a análise do equilíbrio financeiro, tem como base o balanço e o estudo da liquidez, e a análise integrada da rentabilidade, que assenta na teoria das alavancas e das vantagens competitivas.

De forma a assegurar a continuidade e o crescimento pretendido, as questões fundamentais a ter em vista para uma correta avaliação e interpretação da situação económico-financeira de uma empresa são as seguintes:

- Equilíbrio financeiro;
- Rentabilidade dos capitais;
- Crescimento;
- Risco;
- Valor criado pela gestão.

A análise financeira revela-se extremamente importante para as diversas partes interessadas, tais como, gestores, credores, trabalhadores, Estado, investidores e clientes.

As técnicas mais utilizadas pelos analistas são a que recorrem aos rácios, constituindo a base da análise financeira, mas por si só não dão respostas; essas encontrar-se-ão nos aspetos qualitativos da gestão.

2.2.5. Vantagens e Limitações das avaliações de risco de incumprimento

Os modelos e métodos de avaliação de risco de incumprimento têm a vantagem de uma fácil e rápida concepção. Contudo, a realidade complexa, pode conduzir o analista a um modelo ineficaz aquando da seleção e classificação das empresas no seu grau de risco, afetando a sua perceção teórica e a sensibilidade. Com a agravante de que raros são os casos em que a eficiência do sistema é testada *a posteriori*.

A principal vantagem da avaliação de risco de incumprimento seja qual for o modelo escolhido é o conhecimento que nos transmite do negócio e da empresa que permite aos investidores e empresários mitigar o seu risco e facilitar o processo de tomada de decisão. Porém, como referido ao longo do texto, todas as análises feitas devem ser complementares entre si para que tenhamos uma avaliação global em toda a sua extensão, por forma a termos conclusões mais realistas.

3. Estudo de caso – Análise YDREAMS

Neste capítulo, desenvolvo e apresento o Estudo de Caso, que visa aferir empiricamente se os modelos anteciparam os problemas da YDreams.

Começo por dar um breve contexto da empresa em estudo – YDreams, seguida da descrição dos dados recolhidos, processo de amostragem e a metodologia utilizada para estimar indícios de incumprimento e o que levou ao declínio da empresa.

Posteriormente procede-se à recolha e seleção dos dados que apresentam capacidade de discriminar ou prever a falência empresarial em estudos empíricos já realizados no âmbito dos modelos de previsão, bem como uma análise mais convencional baseada na análise financeira da empresa.

O capítulo termina com a análise dos dados e diferença entre os modelos de previsão e o método de análise convencional, com base na análise financeira.

3.1. YDREAMS

A YDreams é uma empresa europeia dedicada à criação de *state-of-the-art*¹¹ de projetos de interatividade inovadora, produtos e tecnologias. Sendo uma empresa emblemática, detém participações em muitas empresas que são referências mundiais em tecnologias de realidade aumentada, telepresença com robôs marinhos, impressões eletrónicas e pedidos internacionais para projetos inovadores personalizados que combinam *design* e tecnologia.

Fundada em Portugal, no ano 2000, por professores e pesquisadores nas áreas de tecnologia da informação, processamento de imagem, sistemas de informação geográfica e engenharia ambiental, a YDreams tornou-se uma empresa líder na pesquisa e utilização de tecnologia de realidade virtual, realidade aumentada, *datamining* e identificação de tendências em todos estes domínios de especialização. Muitos dos seus principais especialistas em tecnologia têm experiência no *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), uma referência mundial no desenvolvimento de tecnologia.

¹¹ *State-of-the-art* refere-se ao mais elevado nível de desenvolvimento geral, a partir de um dispositivo, técnica, ou campo científico alcançado em um determinado momento. Refere-se, também, ao nível de desenvolvimento alcançado num determinado momento, como resultado das metodologias comuns utilizadas.

Esta equipa de especialistas permitiu que a YDreams redefinisse o conceito de interatividade. O foco do seu desempenho tem sido no campo de tecnologias de realidade aumentada e desenvolvimento em grande escala de ambientes interativos (de lojas para exposições), produtos e propriedade intelectual, oferecendo sempre uma mistura única de tecnologia e *design*. O *spin-off*¹² empresarial em que o Grupo YDreams detém ações - YDreams Brasil, Ynvisible e dos Açores – também pesquisa e desenvolve tecnologias proprietárias/patentados em áreas como processamento de imagem, as interfaces baseadas em gestos, resultando em soluções de última geração que são integradas em projetos e produtos, ou parceiros de licença. Todos os pedidos de projetos internacionais são atualmente concebidos e executados pela YDreams Brasil.

Reconhecimento das suas realizações tem gerado destaques nas notícias internacionais, com importantes menções em jornais, como Wired, Business Week, a CNN, a The Financial Brand e The Economist Technology Review, além de muitas histórias que foram transmitidos em programas de TV, como a CNBC Europe, a TVE , Euronews, Globo e a France 24.

Muitos prémios foram atribuídos à YDreams, tais como: o Prémio *Dibner* (2003); *Gold Award for Environments*, pela *Industrial Design Society of America* (2004), *El Ojo Iberoamerica* (2013); e reconhecimento como uma das principais empresas emergentes europeias mencionadas na CNBC Europe (2005); empresa líder no IAPMEI (2008); e o Prémio *Auggies* - considerado o "Óscar" para Realidade Aumentada (2010). Em 2006, o fundador e CEO da YDreams Group, António Câmara, foi homenageado com o Prémio Pessoa, concedido a personalidades portuguesas, em reconhecimento de realizações inovadoras nas áreas artísticas, literárias e científicas. Desde 2000, mais de 900 projetos de sucesso foram entregues em todo o mundo para clientes como Coca-Cola, Bradesco, Petrobras, Adidas, Vodafone, Nokia, Santander, MEO, Barclays, JCDecaux, entre outros.

¹² *Spin-off* é um termo em inglês utilizado para descrever uma nova empresa que nasceu a partir de um grupo de pesquisa de uma empresa, universidade ou centro de pesquisa público ou privado, normalmente com o objetivo de explorar um novo produto ou serviço de alta tecnologia. É comum que estas se estabeleçam em incubadoras de empresas ou áreas de concentração de empresas de alta tecnologia.

3.1.1. As empresas do Grupo YDreams:

3.1.1.1. Ynvisible

A Ynvisible desenvolve e comercializa soluções interativas para artigos diários impressos. A empresa foi fundada em 2010 com a visão de trazer objetos do cotidiano e superfícies para a vida, tornando-os mais útil e agradável para as pessoas. A Ynvisible adapta funcionalidades familiares aos consumidores a partir de experiências *on-line*/digitais e aplica-los para objetos físicos. Tecnicamente, a Ynvisible, trabalha com diferentes sistemas cromogénicos para introduzir novos níveis de informação e interatividade em artigos diários e superfícies. O atual foco tecnológico principal da Ynvisible é na integração eletrocromicos que exibem uma variedade de materiais, transformando-os em telas interativas em um interrupções de baixo custo. A empresa já desenvolveu com sucesso protótipos e está a avançar nas próximas etapas da industrialização usando tecnologias de patente pendente.

3.1.1.2. Azorean – Aquatic Technologies, S.A

A Azorean – Aquatic Technologies, S.A. pretende tornar-se uma empresa líder mundial em robótica marinha, fornecendo uma nova geração de ferramentas para a exploração do oceano. Procura soluções inovadoras para a produção de instrumentos especializados de baixo custo e robôs autónomos para diferentes segmentos de mercado: desde o lazer aos negócios e exploração científica. Em oposição à tendência atual de desenvolvimento de robôs marinhos complexos e caros, propõem desenvolver instrumentos acessíveis e plataformas robóticas autónomas que apliquem o *state-of-the-art* e as tecnologias robóticas inovadoras. A Azorean é uma empresa baseada no produto. O primeiro produto desenvolvido é o Ziphius, um avião-robô aquático controlado por uma aplicação. Esperam expandir o catálogo para o mercado de dispositivos móveis com produtos similares aos Ziphius, bem como com novos produtos baseados nas tecnologias desenvolvidas pelas divisões de pesquisa e projeto.

3.1.1.3. YDreams Brasil

A agência de tecnologia e *design*, localizada no Brasil com foco na inovação, que atua tanto como um parceiro estratégico e de implementação de empresas e na gestão das marcas nos negócios da nova realidade pós-digital. YDreams Brasil prospera pela combinação de tecnologia, *design* e estratégia dos seus projetos. O portfólio inclui casos de ambientes inteligentes, experiências de marca, soluções participativas em grande escala e de consultoria, sempre mantendo o equilíbrio perfeito entre a conceção e implementação. O resultado são projetos inovadores, tais como lojas próprias, *stands* tecnológicos corporativos, museus interativos, exposições imersivas, publicidade interativa em cinemas e espetáculos, expositores sensoriais varejo e experiência de marca.

3.1.2. Atualidade

Analisando as notícias que foram sendo publicadas sobre a YDreams, consegue perceber-se que a empresa em 2011 se encontra com problemas.

Em 2005 foi classificada como uma das melhores companhias emergentes na Europa, pela CNBC. E o próprio fundador, António Câmara, foi distinguido com o Prémio Pessoa em 2006. Porém, em 2011, surgem as primeiras notícias de dificuldades, com os funcionários a reclamar salários e subsídios de férias em atraso, levando ao aumento do número de funcionários a procurar emprego noutras empresas do mesmo sector.

Só voltam a aparecer notícias da YDreams em 2015, após o pedido de Processo Especial de Revitalização no tribunal do Barreiro, com créditos reclamados no valor de 17,9 milhões de euros, para evitar a falência. De acordo com a lista provisória de credores publicada pelo tribunal, o Novo Banco é o principal credor, reclamando 7,7 milhões de euros. Também o Banco Comercial Português (BCP) e a Caixa Geral de Depósitos (CGD) são credoras, reclamando 1,4 milhões de euros e 1,6 milhões de euros, respetivamente.

No artigo publicado pelo Dinheiro Vivo, no dia 14 de março 2015, João Vasconcelos, diretor executivo da Startup Lisboa, dá a sua opinião sobre as razões do insucesso da YDreams, “O seu ciclo de venda era muito longo e rapidamente passou a vender [...] consultoria e escalar isso é muito difícil e lento. [...] Nunca teve um produto de venda em massa que tenha ganho tração, vendas e clientes”, sentencia e reconhece que «certamente existirão muitas razões para o insucesso da YDreams [que desconhece]».

No artigo publicado pela Rádio Renascença, *Porque falhou a YDreams? As explicações de António Câmara*, no dia 23 de março 2015, o autor diz que já existiam avisos do passado,

Nos relatórios às contas do grupo que conta com nove empresas, relativos aos anos de 2011 e 2012, a auditora francesa Mazars escreve que “os prejuízos anuais da sociedade-mãe absorveram a totalidade do capital social sendo os capitais próprios negativos pelo que a continuidade das operações depende do apoio continuado dos accionistas. A reconstituição dos capitais próprios é imprescindível”.

Como já referi anteriormente, também neste artigo fazem menção aos primeiros sinais, em 2011, com rumores de problemas na empresa, existindo alguns trabalhadores a reclamar salários em atraso.

Desde 2011 que a situação financeira da empresa vinha a deteriorar-se, até que, em Novembro de 2013, António Câmara, Edmundo Nabais Nobre e José Miguel Remédio, três dos fundadores da empresa e que figuram entre os principais acionistas, reúnem-se na margem Sul do Tejo, para analisar a situação económica e financeira, fazem estimativas de negócio para 2014, consultam o acionista principal e chegam à conclusão de que têm de negociar com os credores para evitar o fim da empresa.

Em 2015, a YDreams entrou com um pedido de Processo Especial de Revitalização no tribunal do Barreiro, com créditos reclamados no valor de 17,9 milhões de euros, para evitar a falência. De acordo com a lista provisória de credores publicada pelo tribunal, o Novo Banco é o principal credor, reclamando 7,7 milhões de euros. Também o Banco Comercial Português (BCP) e a Caixa Geral de Depósitos (CGD) são credoras, reclamando 1,4 milhões de euros e 1,6 milhões de euros, respetivamente.

Em junho de 2015, o jornal de negócios publica o artigo *Lições da queda da YDreams*, onde aponta três lições a retirar do caso YDreams:

- Sonhar alto é uma característica dos empresários que mudaram o mundo.
- A empresa era excêntrica, tinha um armazém para pranchas de surf e uma sala de descanso. Uma empresa não tem de ter salas de descanso, mas ter uma sala de descanso não significa que as pessoas andem “descansadinhas”.

- A YDreams era uma empresa com muitas ideias (positivo), mas com dificuldade em transformá-las em produtos desejáveis (negativo). Empreender não é ter ideias, é transformar boas ideias em bons negócios.

O autor do artigo termina-o com uma nota importante: “[...] não esquecer que, no mundo dos negócios, a competição é feroz e que perder não é vergonha nenhuma. Mas desistir sim. E não aprender, ainda mais.” (Pina e Cunha, 2015)

3.2. Metodologia

Após a apresentação da empresa, vou agora proceder à fase de construção do estudo de caso, onde irei analisar a informação disponível sobre a empresa YDreams, tal como a informação presente nos relatórios e contas e em bases de dados de informação financeira, cedidos pela Informa D&B - Serviço de Gestão de Empresas. Irei proceder ao cálculo de rácios de análise financeira dos cinco anos antecedentes ao anúncio de insolvência, por forma a poder analisar a sua “saúde” financeira. Esta análise será feita em relação ao setor onde a empresa se enquadra, CAE 62010 - atividades de programação informática, pois o significado dos rácios financeiros tem de ser interpretados no seu contexto.

Esta análise será feita através dos modelos e técnicas de análise de risco de incumprimento, que servem de base para tomadas de decisões de gestão, de investimento, bem como, de crédito.

Irei confrontar os resultados do estudo casuístico com o modelo de avaliação do risco calculado pela Informa D&B - Serviço de Gestão de Empresas. Este modelo é feito a partir da informação corrente e passada de cada empresa é possível determinar objetivamente o seu desempenho futuro, ou seja, o risco de crédito que representa. No entanto, são muitas as variáveis, financeiras e de outra natureza, que, em cada momento, caracterizam uma empresa, sendo igualmente diversas as formas como estas variáveis se conjugam. É fundamental, por isso, que o risco de crédito seja resumido através de uma classificação: o *rating*. Com base no sistema de *rating*, é possível classificar cada entidade em atividade quanto ao risco de, nos próximos 12 meses, vir a registar incumprimento.

O *Failure Score* da Informa D&B consiste na pontuação gerada por um modelo desenvolvido por esta empresa em linha com os critérios definidos pela D&B para determinar o risco de crédito das empresas. Com base na informação disponível no *site* da

Informa D&B, este modelo permite avaliar a probabilidade de, nos 12 meses seguintes, uma entidade cessar atividade com dívidas por liquidar, isto é, de ocorrer um evento de *failure*. Ou seja, este modelo avalia o risco de ocorrência de situações equiparáveis da insolvência e falência de empresas.

A partir do *Failure Score*, que consiste num percentil *score*, as entidades avaliadas são classificadas quanto ao risco, segundo três abordagens de avaliação complementares: *Rating D&B*, *Rating INFORMA* e *Rating ECAI*.

Os sistemas de classificação obtidos através do modelo estão estruturados da seguinte forma:

- *Rating D&B* (1-4) – o universo de entidades avaliadas é distribuído por quatro grupos de risco, como se pode ver na Figura 3., em que 1 representa o nível de risco mais reduzido e 4 o nível de risco mais elevado.

Classe de risco	% de entidades na classe de risco	Failure Score
1	8 %	93-100
2	29 %	65-92
3	48 %	16-64
4	15 %	1-15

Figura 3.1 Distribuição da base de dados da Informa D&B pelas classes de risco (segundo *Rating D&B*) à data de desenvolvimento do modelo (Fonte: Informa D&B)

- *Rating INFORMA* (1-20) - Nesta classificação de risco, que permite uma análise mais granular do que o *Rating D&B* (1-4), 1 representa o nível de risco mais elevado e 20 o mais reduzido.
- *Rating ECAI* (1-12) - Consiste num sistema de notação de risco, composto por 12 classes, especificamente adaptado aos requisitos regulamentares aplicáveis às ECAIs. A classe 1 representa o maior nível de risco, enquanto a classe 12 indica as empresas de risco mínimo.

O desenvolvimento do modelo envolveu a seleção de dados disponíveis no momento em que o comportamento de cada entidade foi observado. Para o efeito, foi selecionada uma

amostra ponderada de entidades em atividade, garantindo a representatividade do tecido empresarial português.

No processo de desenvolvimento do modelo, os dados foram recolhidos em dois períodos de tempo: “janela de observação” e “janela de desempenho”. O primeiro período corresponde a Julho de 2008, enquanto o segundo abrange os 12 meses seguintes, ou seja, o período compreendido entre Agosto de 2008 e Julho de 2009.

De um total de 538.351 entidades elegíveis para o desenvolvimento do modelo, 493.277 foram consideradas "boas" na “janela de desempenho” e 6.987 foram consideradas "más”. Não foi possível classificar com clareza cerca de 30.087 entidades, pelo que estas não foram tidas em consideração no desenvolvimento do modelo.

A partir dos dados obtidos na “janela de observação” sobre uma amostra representativa da população anterior, a Informa D&B utilizou uma metodologia de análise exaustiva de dados. Desta forma, de entre as centenas de variáveis registadas na base de dados da Informa D&B, potencialmente explicativas do comportamento futuro das entidades avaliadas, foi possível identificar com rigor aquelas que se revelaram estatisticamente mais significativas e determinar o peso adequado a atribuir a cada uma delas.

O desempenho do modelo de avaliação, designadamente quanto à capacidade de ordenar as entidades avaliadas segundo o respetivo risco, é frequentemente medido pela área da curva ROC (*receiver operating characteristic*). Num modelo com bom desempenho, as entidades com scores mais elevados têm melhor perfil de risco, isto é, menor *failure*, do que as entidades com scores mais baixos.

A curva ROC, apresentada na Figura 3.2, ilustra o desempenho do modelo de *scoring* da Informa D&B. Com base nesta curva, verifica-se que, nos 20 % da população acumulada com score mais baixo, o modelo de *scoring* permite identificar cerca de 85 % de “maus” acumulados.

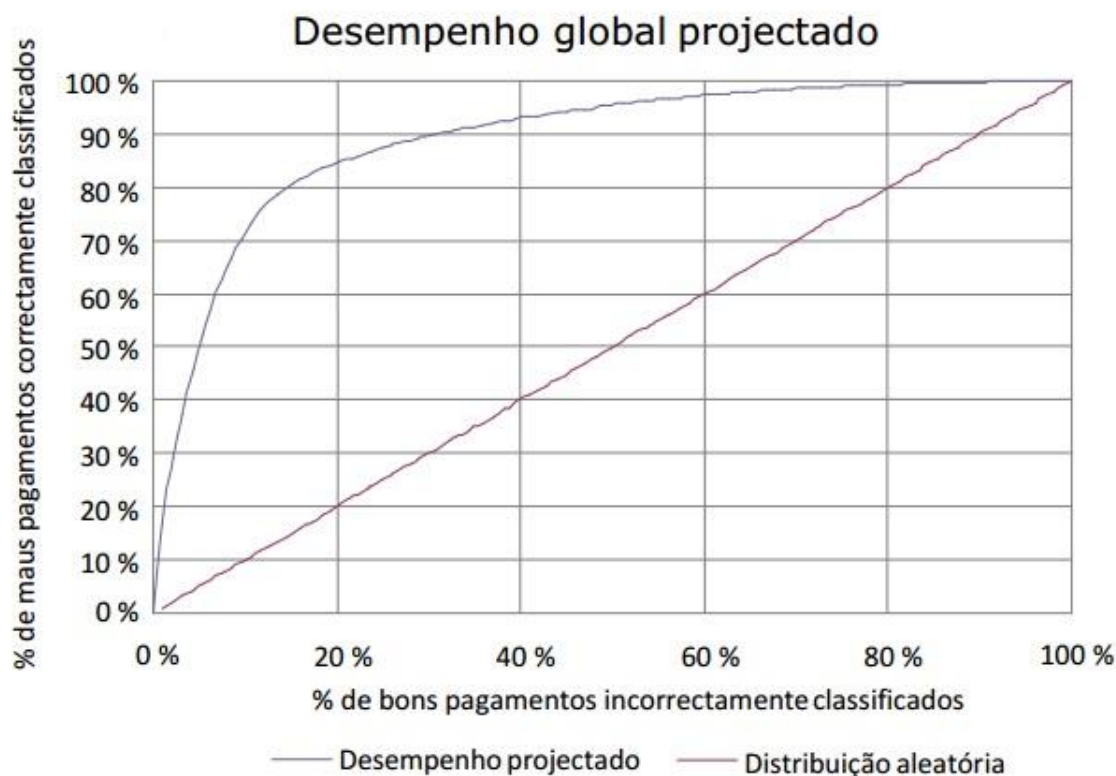


Figura 3.2 Desempenho Global projectado (Fonte: Informa D&B)

Durante o processo de modelização, foram calculados e analisados diversos indicadores estatísticos sobre a amostra de desenvolvimento, similares à curva ROC acima apresentada. Tais indicadores fornecem informações úteis que podem ajudar a determinar a política de gestão de crédito relacionada com a utilização do modelo.

Por dizerem respeito a comportamentos futuros, os indicadores estatísticos e a restante informação fornecida pelos diversos outputs associados ao *Failure Score* devem ser meramente encarados como estimativas que respeitam a um evento futuro (que poderá ou não ocorrer). Contudo, apesar das limitações que este (como qualquer outro) método de avaliação de crédito tem, é de notar que os modelos de *scoring*, como o *Failure Score*, constituem ferramentas extremamente robustas e consistentes para a ordenação do risco de crédito, permitindo distinguir as entidades com baixo risco das de maior risco.

A taxa média nacional de *failure*, obtida através da informação da base de dados da Informa D&B utilizada para o desenvolvimento do modelo, é de 1,57 %.

Na Figura 3.3, apresentam-se, para cada classe de risco, as taxas médias nacionais de *failure* e a percentagem cumulativa de *failure*, com base na informação da base de dados da Informa D&B.

Classe de risco	% de entidades (aprox.)	Projeção da taxa de <i>failure</i> dentro da classe	Projeção acumulada % de <i>failures</i> identificadas
1	8 %	0,03 %	99,8 %
2	37 %	0,12 %	97,6 %
3	85 %	0,55 %	80,8 %
4	100 %	8,37 %	0,0 %

Figura 3.3 Taxa média nacional de *failure* por classe de risco (segundo o Rating D&B)

(Fonte: Informa D&B)

Cada *score* tem uma taxa de *failure* que pode ser comparada com a média nacional dos *scores*. Por exemplo, a tabela acima mostra que 8,37 % de todas as entidades com indicador de risco 4 em Julho de 2008 cessaram atividade com dívidas por liquidar, entre Agosto de 2008 e Julho de 2009. Isto significa que as entidades com indicador de risco 4 têm 5,3 vezes ($8,37/1,57 = 5,3$) mais probabilidade de incumprir do que a média nacional. Da mesma forma, as entidades com indicador de risco 1 têm 52 vezes ($1,57/0,03 = 52$) menos probabilidade de incumprir do que a média nacional.

3.2.1. Constituição da amostra ou seleção do “caso”

A seleção da amostra é fundamental, pois constitui o corpo da investigação, que num estudo de caso, não é baseada em amostragem, mas sim num caso específico, ou mais. Ao escolher o “caso”, o investigador estabelece um fio condutor lógico e racional que guiará todo o processo de recolha de dados (Creswell, 1994). O estudo de caso não é uma investigação baseada em amostragem. “Não se estuda um caso para compreender outros casos, mas para compreender o caso” (Stake, 1995:4).

Neste estudo de caso, a amostra são os dados financeiros recolhidos entre o ano 2008 e 2013, com o objetivo de compreender o que levou à queda da empresa tecnológica YDreams. Estes dados são provenientes da base de dados da Informa D&B.

3.2.2. Recolha de dados num Estudo de Caso

A recolha de dados num estudo de caso pode ser efetuado utilizando diversas técnicas de índole qualitativa, sendo elas: o diário de bordo, a entrevista e a observação; sendo estas últimas de utilização mais comum. Naturalmente que cada uma delas servirá diferentes objetivos de recolha de dados e a mais-valia advém do cruzamento da diferente informação obtida.

Neste caso específico, os dados referem-se à observação de informação financeira e ao cálculo de rácios económico-financeiros, baseado no pressuposto de que o processo de falência, como vimos anteriormente, é caracterizado por uma sistemática deterioração dos valores desses rácios. Daí que a maioria dos modelos de previsão de falência empresarial utilizam como variáveis explicativas, dados contabilísticos expressos sob a forma de rácios económico-financeiros. De facto, estes têm-se revelado importantes sintomas que indiciam a falência empresarial.

3.3. Análise dos dados

Neste ponto é efetuado um exame aos dados recolhidos através do cálculo e comparação dos 65 indicadores económico-financeiros a partir das demonstrações financeiras da Ydreams e do Setor de atividade em que se enquadra (CAE 62010 - atividades de

programação informática), para o período de 2008 a 2013. Foram observados os valores em falta relativamente ao setor dos anos 2008 e 2009, porém nos gráficos serão introduzidos os valores da Ydreams para esses anos para uma melhor perceção da evolução dos mesmos, quanto aos valores extremos existem alguns rácios cujo cálculo foi deturpado devido ao RL negativo e CP negativo, a partir do ano 2009, nos rácios em que esta situação se verifica refiro esse facto.

3.3.1. Rácios de Alavanca Financeira e Risco

São rácios muito utilizados para a análise de crédito, identificando, por isso, as dívidas que a empresa contraiu e as implicações que as mesmas têm na exploração, ou seja, o risco que os credores correm ao conceder crédito adicional.

A autonomia financeira é um rácio que varia entre 0 e 1 (embora possa assumir valores negativos quando o capital próprio da empresa é negativo), e que representa a percentagem dos ativos totais da empresa financiados por capitais próprios. Este rácio exprime a solidez financeira da empresa e a sua capacidade para solver os seus compromissos não correntes. Quanto maior o seu valor, menor será o peso dos capitais alheios no financiamento dos ativos da empresa e menores os respetivos encargos financeiros (juros de empréstimos obtidos). Em 2008, a empresa ainda tinha alguma autonomia financeira, como podemos verificar no Gráfico 3.1, mas a sua degradação segue uma tendência decrescente, contrária à do setor, o que é um prenúncio de graves problemas na empresa, visto que esta não tem capacidade para solver os seus compromissos.

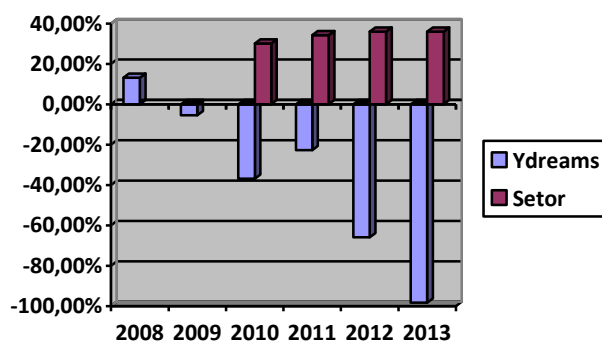


Gráfico 3.1 Autonomia Financeira

O rácio de solvabilidade permite, também, avaliar a estrutura de financiamento da empresa, colocando em evidência o peso dos capitais investidos pelos sócios ou acionistas no total dos capitais alheios (provenientes de entidades externas). Uma entidade está solvente do ponto de vista económico quando apresenta um capital próprio que garanta a liquidação do seu passivo e tenha expectativas de resultados que garantam a sua sobrevivência futura. A insolvência económica conduz à insolvência financeira, isto é, à incapacidade da entidade em fazer face às suas responsabilidades correntes.

Ao olharmos para a solvabilidade, no Gráfico 3.2, observamos o mesmo comportamento do rácio de autonomia financeira, uma evidente degradação da situação financeira da empresa, que nos mostra que a empresa se encontra em insolvência económica.

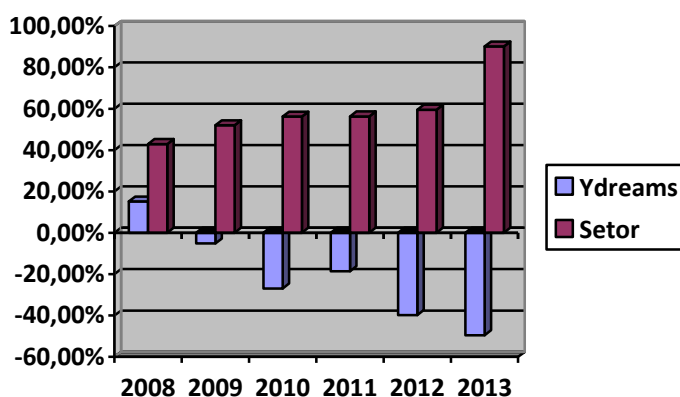


Gráfico 3.2 Solvabilidade

O rácio de endividamento apura a extensão com que a empresa utiliza capital alheio no financiamento das suas atividades.

Como se pode observar no Gráfico 3.3, a empresa tinha um valor de endividamento muito superior aos valores de empresas concorrentes e muito acima do aconselhável. Há evidência de que a situação financeira da empresa, ao longo dos 5 anos estava em declínio visto que a tendência é de aumento do financiamento.

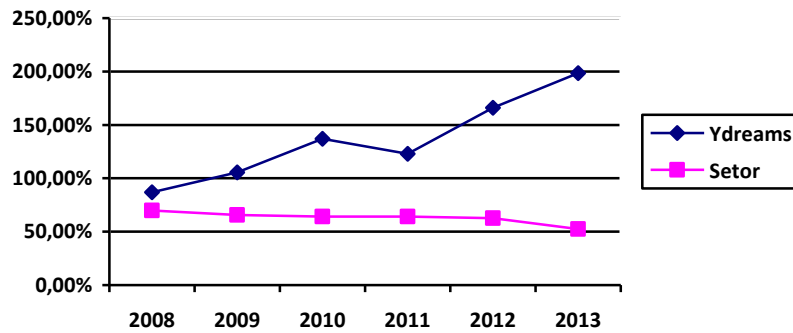


Gráfico 3.3 Endividamento

Capacidade de endividamento demonstrada no Gráfico 3.4, indica a decadência da empresa, visto que o único ano em que tem capacidade de financiamento é em 2008, único ano da análise em que os capitais próprios são positivos, a partir de 2009 é notória a evolução desfavorável deste rácio adivinhando o desfecho de insolvência como já referi no cálculo de outros rácios. Em 2013, o rácio assume um valor deturpado, pois os capitais permanentes da empresa passam a ter valores negativos, o que conjugado com capitais próprios negativos dá a falsa ideia de que a situação financeira melhorou.

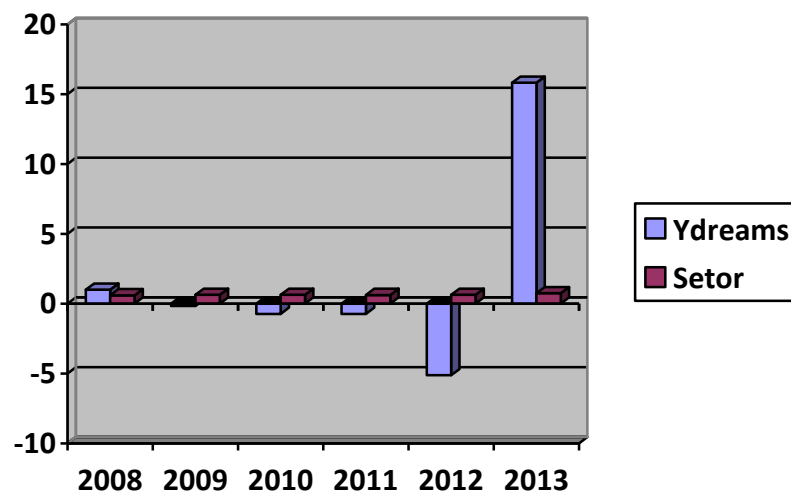


Gráfico 3.4 Capacidade de Endividamento

O rácio de cobertura dos encargos financeiros mede o grau com que a exploração consegue cobrir os encargos financeiros. Este rácio deve ser analisado em conjunto com o rácio de

cobertura do serviço de dívida, representando a capacidade de pagamento da dívida da empresa, e é calculado como a geração de caixa operacional líquida de impostos dividido pelo serviço da dívida da empresa (parcelas a serem amortizadas para determinado período). Em geral, espera-se, como *benchmark*, que o valor não fique abaixo de 1 ou 2.

O rácio de cobertura dos encargos financeiros relaciona os juros financeiros que a empresa suporta, com o resultado operacional que gera. Ou seja, quanto mais elevado o rácio, maior será a probabilidade de o resultado operacional gerar dinheiro suficiente para cumprir as obrigações financeiras. Como podemos observar no Gráfico 3.5, não é o que acontece com a Ydreams o que significa que a empresa, ao contrário das empresas concorrentes, não gera resultados suficientes para cumprir com as suas obrigações financeiras. Apesar de este rácio ter uma evolução favorável ao longo dos 5 anos, está longe do valor desejável. Quanto ao rácio de cobertura do serviço de dívida, no Gráfico 3.6, situa-se longe dos desejados 1 ou 2, o que indicia dificuldades no pagamento da dívida aos credores, que apesar de ter uma evolução favorável, nunca chega a ser suficiente para o pagamento das dívidas.

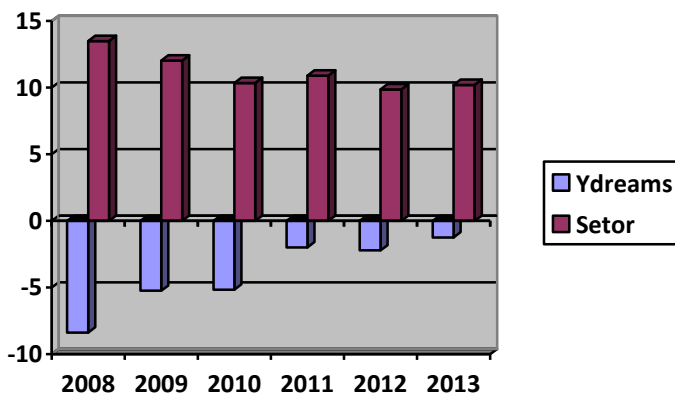


Gráfico 3.5 Cobertura dos Encargos Financeiros

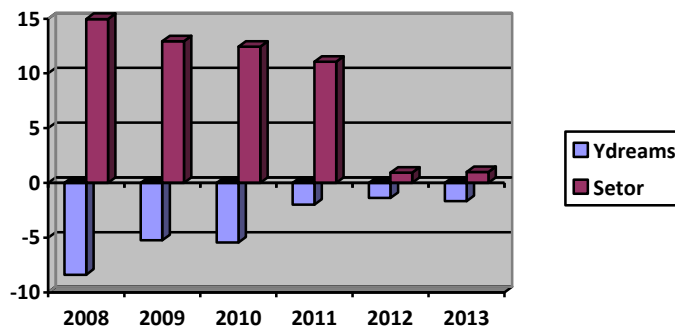


Gráfico 3.6 Cobertura do serviço de dívida

O peso do passivo no capital próprio indica-nos se o financiamento provém de capitais próprio ou alheios. Ao observarmos o Gráfico 3.7, verificamos que em 2008 o rácio é positivo e o passivo é bastante superior aos capitais próprios o que significa que a atividade da empresa é financiada sobretudo por capitais alheios, mas a evolução deste rácio é deturpada pelo facto de a partir de 2009 (ver *Quadro 3*, do Anexo II), os capitais próprios apresentarem valores cada vez mais negativos, devido aos resultados líquidos do exercício (ver *Quadro 4* do Anexo II) e o passivo ter uma tendência crescente.

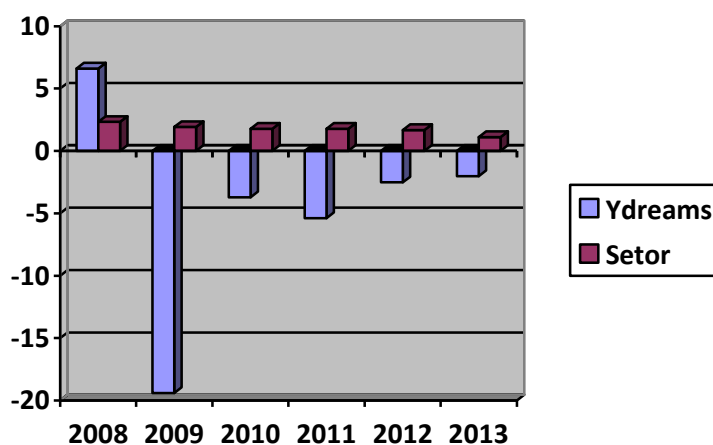


Gráfico 3.7 Peso do passivo no capital próprio

O peso do Passivo de curto prazo na Estrutura de endividamento visa dar-nos a proporção que o passivo corrente tem no passivo total. Como vemos no Gráfico 3.8, em 2008 todo o passivo era passivo corrente, ou seja de curto prazo, mas ao longo dos cinco anos a

empresa contraiu empréstimos de longo prazo o que justifica a diminuição do peso do passivo corrente no total do passivo.

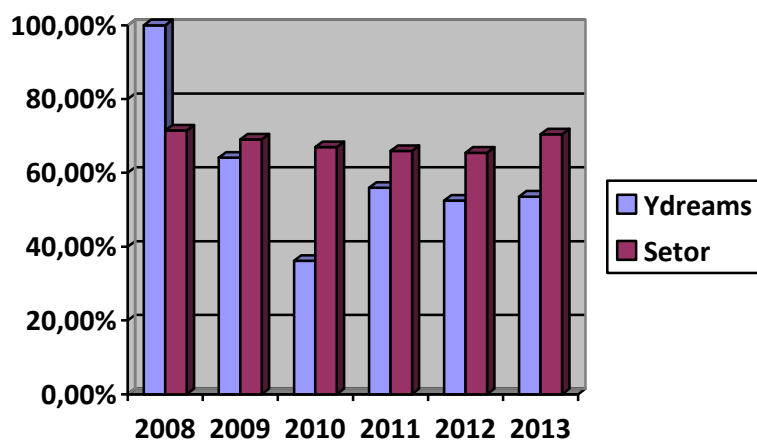


Gráfico 3.8 Peso do Passivo de Curto prazo na Estrutura de endividamento

3.3.2. Rácios de Liquidez

Os rácios de liquidez (susceptibilidade de transformação de ativos em dinheiro) medem a capacidade de a empresa conseguir enfrentar os compromissos financeiros correntes.

Para uma ampla e correta análise de liquidez da empresa, é aconselhável o estudo dos 3 índices de forma simultânea e comparativa, como podemos observar no Gráfico 3.9 e no Gráfico 3.10. Um balanço patrimonial bem estruturado com a correta classificação das contas pela contabilidade irá gerar índices de qualidade para uma melhor tomada de decisão dos gestores.

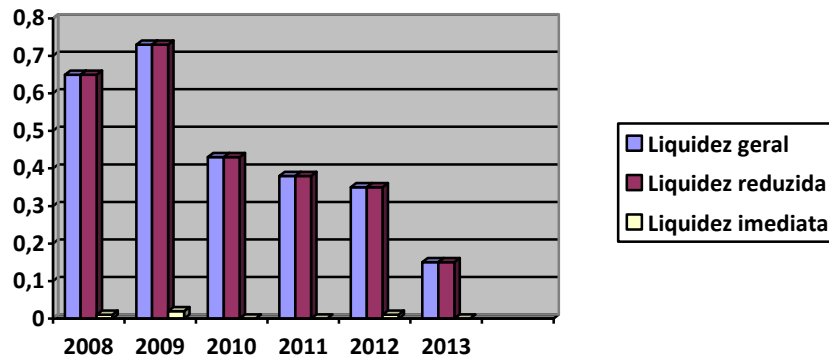


Gráfico 3.9 Rácios de Liquidez - Ydreams

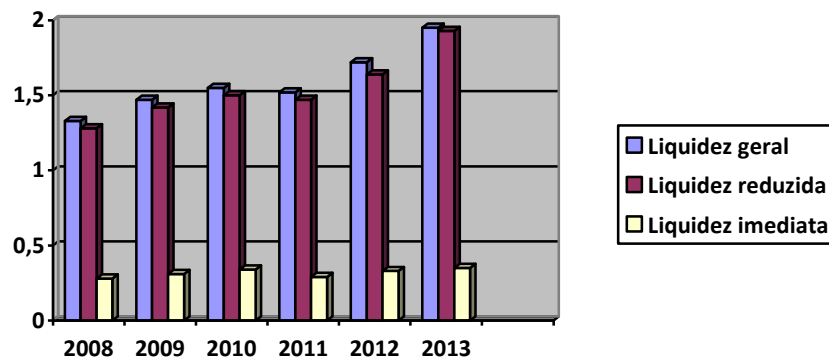


Gráfico 3.10 Rácios de Liquidez do Setor

Visto que a Ydreams não tem inventários, o rácio de liquidez geral é igual ao rácio de liquidez reduzida. Os rácios de liquidez deveriam ser superiores a 1 para que a empresa se apresentasse financeiramente equilibrada, como veremos mais à frente esta análise é incorreta, só seria verdadeira se não admitirmos o princípio da continuidade da empresa.

Ao compararmos os rácios de liquidez da Ydreams com o Setor podemos verificar que os rácios do setor são bastante mais elevados do que os da empresa, e que aparentemente a liquidez da empresa tem-se vindo a degradar, o que vai de encontro às análises dos anteriores rácios, que apontam para uma degradação da situação financeira da empresa.

3.3.3. Rácios de Rendibilidade

O rácio de rendibilidade indica a capacidade da empresa para manter controlados os encargos com os recursos afetos ao negócio e, em simultâneo, obter lucro com a utilização os mesmos.

A rendibilidade revela a qualidade de gestão, sendo determinante para a sobrevivência da empresa no médio e longo prazo.

A Rendibilidade das vendas é o rácio que analisa a relação entre os resultados e as vendas. Consoante o tipo de numerador, obtemos noções diferentes de rendibilidades. Como podemos ver no Gráfico 3.11 e no Gráfico 3.12, verificamos que as vendas estão muito abaixo dos valores esperados, visto que as vendas não conseguem suportar os gastos de operacionais, o rácio piora se avaliarmos do ponto de vista do resultado líquido.

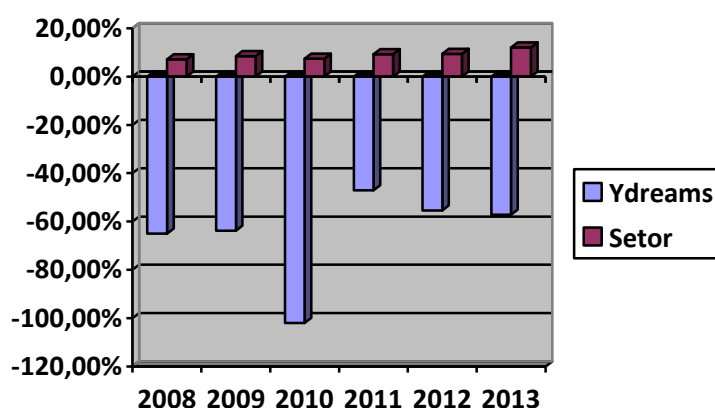


Gráfico 3.11 Rendibilidade Operacional das Vendas

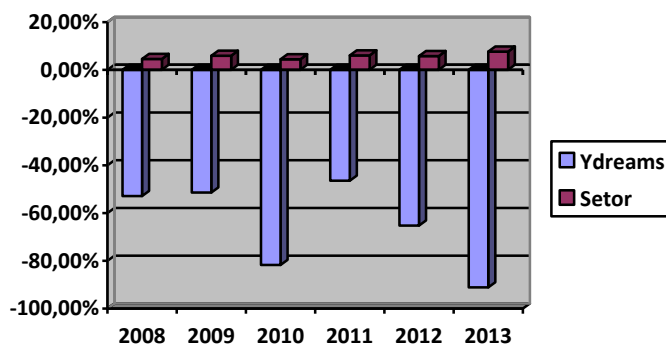


Gráfico 3.12 Rendibilidade Líquida das Vendas

A rendibilidade do capital próprio é a medida de eficiência privilegiada dos acionistas e investidores, permite ao acionista e ao gestor concluir se a rendibilidade do capital próprio está a um nível aceitável, comparativamente às do mercado.

No Gráfico 3.13, podemos verificar a rendibilidade do capital próprio das empresas do setor mantém-se estável ao longo dos 5 anos, tendo uma média de cerca de 13%, enquanto que o rácio de rendibilidade da Ydreams é deturpado, pois verificamos no balanço e na Demonstração de Resultados (ver Quadro 3 e Quadro 4 do Anexo II) que o resultado ao longo dos 5 anos é negativo. Porém, o capital próprio em 2008 e 2009 é positivo, o que justifica a alteração de tendência verificada e por esse motivo o cálculo de rácio não é fiável.

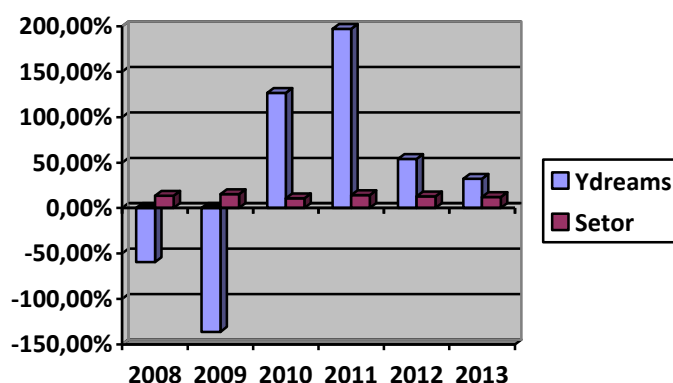


Gráfico 3.13 Rendibilidade do Capital Próprio

Caso se queira analisar a rendibilidade, separadamente das decisões financeiras, tem de se recorrer ao rácio de rendibilidade do ativo, que mede o desempenho dos capitais totais investidos na empresa, independentemente da sua origem. Como vemos no Gráfico 3.14 e no Gráfico 3.15, ambos os rácios nos indicam que a performance da empresa está muito àquem das empresas do setor, e muito longe do esperado pelos acionistas, o que significa que os ativos não estão a ser bem utilizados, sendo que é investido muito mais do que é gerado.

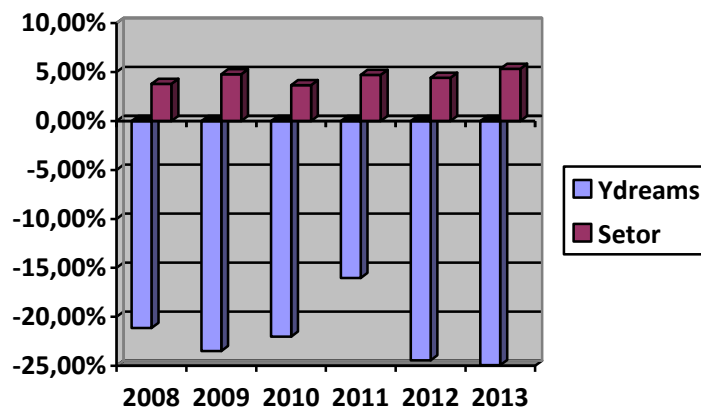


Gráfico 3.14 Rendibilidade do Ativo Total (1)¹³

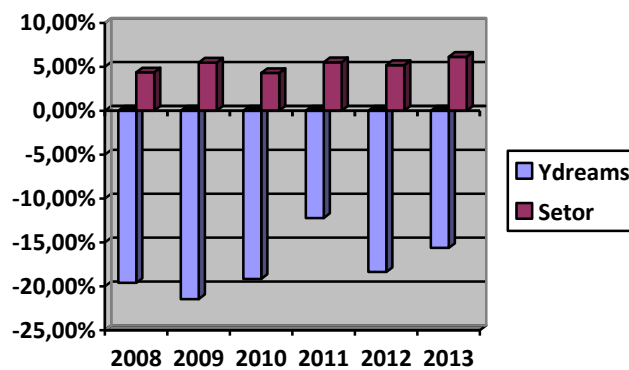


Gráfico 3.15 Rendibilidade do Ativo Total (2)¹⁴

A rentabilidade dos capitais investidos (RCI) é o rácio que mede o desempenho dos capitais investidos na empresa, ou seja, o capital próprio e o passivo financeiro. No Gráfico 3.16, a RCI média do setor situa-se nos 10,62% que está inerente ao desempenho e risco do negócio, ao observarmos o RCI da empresa percebemos que apesar da ligeira melhoria ao longo dos anos é claro o fraco desempenho da empresa, o que significa que os capitais investidos não estão a gerar proveitos mas sim prejuízos.

¹³ Rendibilidade do Ativo Total (1) = $RL / \text{Ativo Total Líquido}^*$

* Ativo Total Líquido = Ativo Total - Amortizações

¹⁴ Rendibilidade do Ativo Total (2) = $EBIT (1 - t) / \text{Ativo total Líquido}$

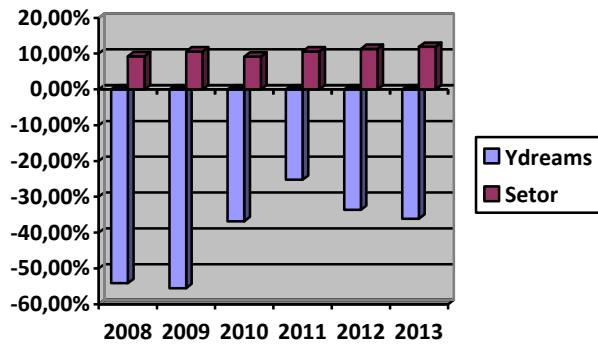


Gráfico 3.16 Rendibilidade dos Capitais Investidos

Ao analisarmos a margem do EBITDA, no Gráfico 3.17, conseguimos perceber que o volume de negócios não é suficiente para cobrir os gastos da atividade operacional da empresa, o que mais uma vez indicia as dificuldades financeiras da empresa.

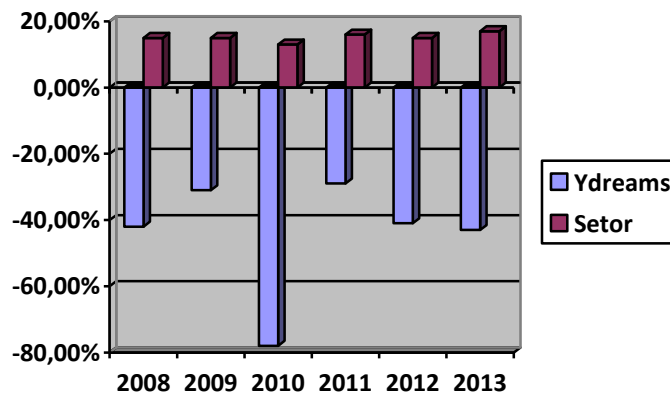


Gráfico 3.17 Margem do EBITDA

Relativamente à capacidade de reembolso, que é o rácio entre o total do passivo e os meios libertos, vemos claramente, no Gráfico 3.18, que a empresa não tem capacidade para pagar as suas obrigações.

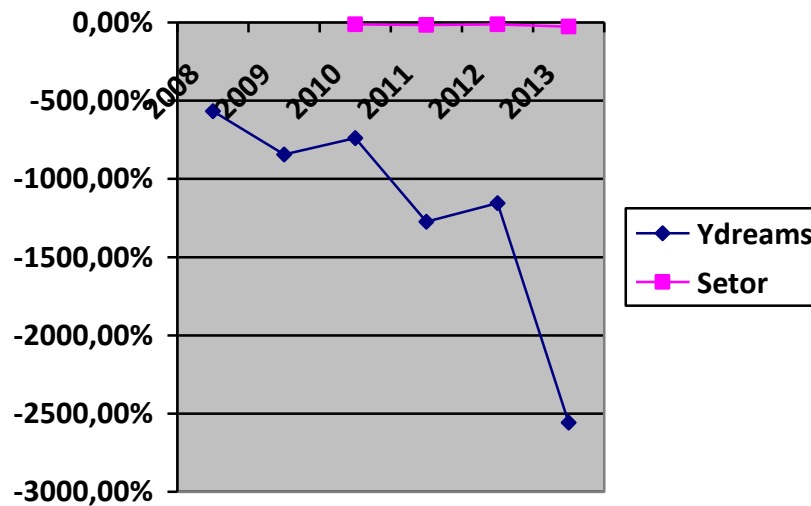


Gráfico 3.18 Capacidade de Reembolso

Os Meios libertos são constituídos pelos resultados gerados na empresa e pelos custos suportados no exercício, mas que não originarão pagamentos (amortizações e provisões). Permitem, ainda, avaliar a capacidade da empresa em assegurar a manutenção do capital, remunerar os capitais investidos na empresa quer próprios (dividendos) quer alheios (custos financeiros), garantir as participações a entregar ao Estado, assegurar a amortização do capital alheio e assegurar o crescimento da empresa.

Como vemos no Gráfico 3.19, não é possível fazer uma comparação entre a empresa e o setor onde se enquadra visto que a grandeza de números é bastante diferente.

Os Meios Libertos Brutos (MLB) servem para pagar juros, impostos, dividendos, reembolsar o capital alheio e poderão ainda servir de autofinanciamento. Por seu turno, os Meios Libertos Líquidos (MLL) dão-nos a capacidade da empresa em gerar dinheiro para pagar dividendos, reembolsar capital alheio e permitir o autofinanciamento. Os Meios Libertos Operacionais (MLO) correspondem ao dinheiro que sobra após a empresa pagar os custos de exploração.

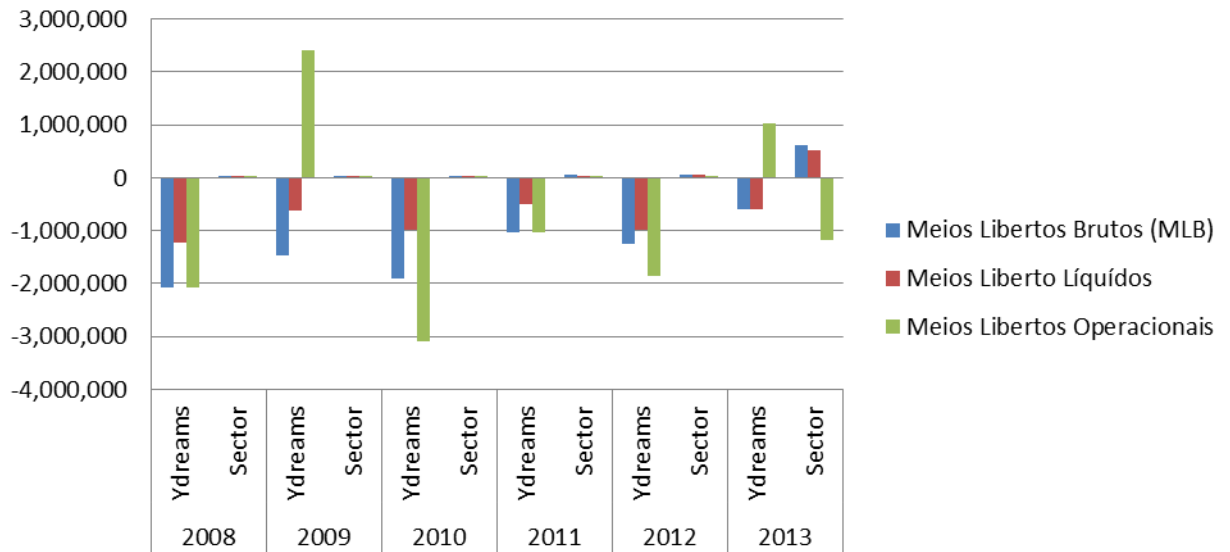


Gráfico 3.19 Meios Libertos

3.3.4. Rácios de Funcionamento

Estes rácios ajudam-nos a explicar os impactos financeiros das decisões da gestão ao nível do ciclo de exploração, permitindo-nos aferir com maior exatidão a utilização dos recursos disponíveis na empresa. São rácios que ao incluírem a variável tempo de forma implícita apresentam um carácter dinâmico. Ao olharmos para os rácios de rotação do ativo (ver Gráfico 3.20 e Gráfico 3.21), percebemos que o setor tem uma rotação elevada contrariamente ao que acontece na empresa, o que indicia dificuldades da empresa.

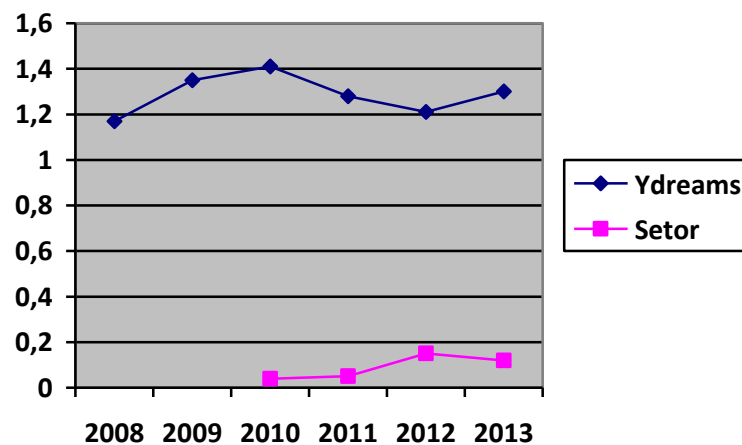


Gráfico 3.20 Rotação do Ativo Corrente

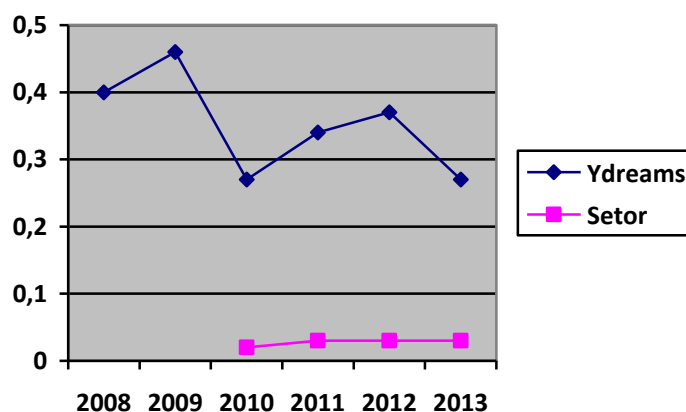


Gráfico 3.21 Rotação do Ativo Total

3.3.5. Indicadores de Risco

O risco de negócio pode ainda ser apreciado à luz do indicador Grau de Alavancagem da Atividade de Exploração (GAAE), o qual exprime em que medida uma variação percentual dos resultados de exploração é motivada por uma variação percentual do volume de atividade. A existência de gastos fixos determina que a variação do nível de atividade provoque uma variação não proporcional do resultado de exploração. Nessas circunstâncias, se o volume de negócios aumenta, como os gastos fixos se mantêm inalterados e se diluem por um maior número de produtos vendidos, o custo médio diminui (i.e., existem economias de escala), pelo que a variação percentual dos resultados será proporcionalmente maior que a variação percentual do volume de negócios. A este fenómeno designamos por efeito económico de alavancagem. Assim, o risco económico será tanto maior quanto maior o grau de alavancagem da atividade de exploração. Um GAAE de -0,87, ver Gráfico 3.22, significa que uma variação percentual de -1% nos rendimentos de exploração (volume de negócios), terá um impacto, no mesmo sentido, de 0,87% nos resultados de exploração. Isto mostra a relação entre os resultados negativos da empresa e a fraca atividade operacional. Se olharmos para o GAAE do setor (ver Gráfico 3.23), observamos que os resultados de exploração são influenciados em 4,36% pelo aumento de 1% do rendimento de exploração.

O risco financeiro traduz a probabilidade da empresa não conseguir resultados operacionais suficientes para cobrir os juros suportados e outros gastos de financiamento, sendo um indicador desse risco o Grau de Alavancagem da Atividade de Financiamento (GAAF). Este indicador define-se como a variação percentual que ocorre nos resultados antes de impostos decorrente de uma variação percentual nos resultados operacionais, e quanto maior o GAAF maior o risco financeiro. Uma empresa com elevado endividamento suporta maiores gastos de financiamento estando, por isso, exposta a um maior risco financeiro. Portanto, observando o Gráfico 3.22 e o Gráfico 3.23, verificamos que o risco financeiro não é muito elevado, sendo o GAAF do setor mais elevado do que o da empresa. Porém, este indicador vem contradizer os rácios calculados anteriormente, o que pode ser explicado pelo facto dos juros de empréstimos não serem muito elevados, sendo que representam cerca de 6% do total de financiamento obtido (ano 2008). O Grau de Alavancagem das Restantes Atividades Financeiras (GARAF) reflete a variação percentual nos resultados operacionais em resultado de uma variação percentual nos resultados de exploração, e traduz a importância dos rendimentos e ganhos em investimentos financeiros e meios financeiros líquidos e dos gastos e perdas em investimentos e outros gastos e perdas de financiamento nos resultados operacionais.

O Risco Global combina o risco económico e o risco financeiro de uma empresa, o qual pode ser medido pelo Grau de Alavancagem Combinada (GAC), traduzindo uma variação não proporcional do resultado antes de impostos face a variações ocorridas no volume de atividade. Observando o Gráfico 3.22, em que o GAC é 0,75, então uma variação de 1% nos rendimentos de exploração terá um impacto, no mesmo sentido, de 0,75% no resultado antes de impostos. Por último, saliente-se que o risco de negócio e o risco financeiro não são totalmente independentes, na medida em que elevados níveis de endividamento poderão provocar o receio de falência, com consequências ao nível da atividade operacional. Por exemplo, esse receio de falência poderá conduzir à redução das encomendas dos clientes, à maior exigência dos fornecedores quanto às condições de pagamento, eventuais dificuldades em determinados abastecimentos e à saída de alguns colaboradores, situações que se traduzem naturalmente no aumento do risco de negócio.

A análise dos rácios de alavancagem permite constatar um risco estável, com tendência a diminuir (ver Gráfico 3.23), do setor em Portugal neste período. Este efeito é visível quer ao nível do risco de negócio - o Grau de Alavancagem da Atividade de Exploração varia

entre 4,36 e 3,98, entre 2010 e 2013, quer ao nível do risco financeiro - dado que o Grau de Alavancagem Financeira mantém-se estável ao longo dos 4 anos.

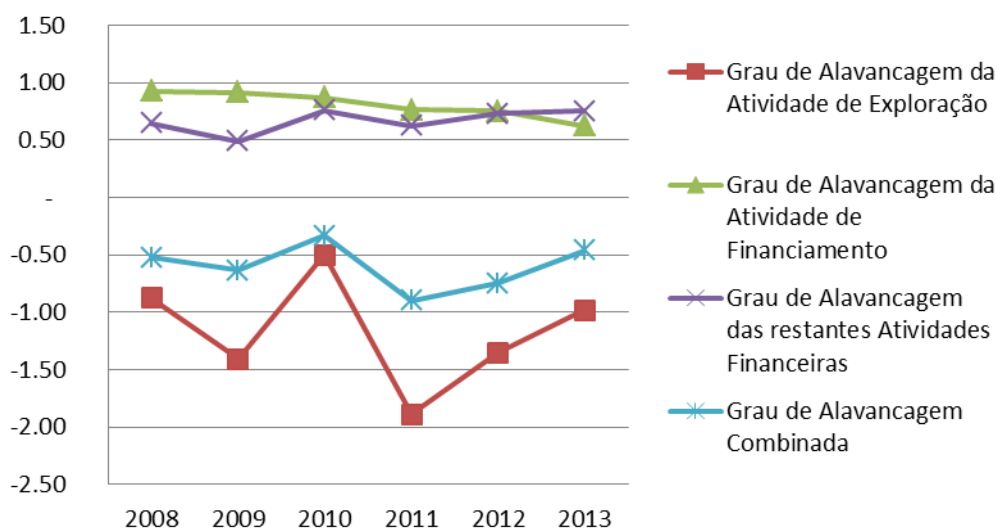


Gráfico 3.22 Indicadores de Risco - Ydreams

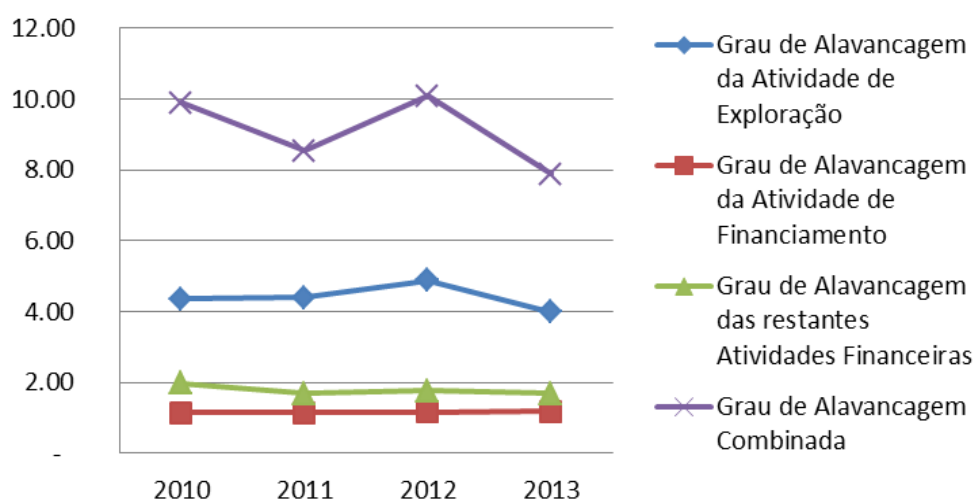


Gráfico 3.23 Indicadores de risco - Setor

3.3.6. Análise do equilíbrio financeiro

É a margem de segurança da empresa proporcionada pelos seus capitais permanentes, que lhe permite fazer face a eventuais necessidades de tesouraria.

Quando conjugado com o fundo de maneo necessário (necessidades de fundo de maneo - NFM), permite identificar o saldo de tesouraria.

Depende do tipo de atividade económica, do sector, das práticas de gestão e dos níveis de eficiência na gestão operacional.

Apesar de relevante para assegurar o equilíbrio financeiro da empresa, o seu valor pode ser insuficiente ou mesmo negativo, dependendo das necessidades de fundo de maneiio.

Pode ser calculado segundo duas óticas:

- Ótica da origem dos capitais;
 - Fundo de Maneio (FM) – excedente dos capitais permanentes face ao financiamento do ativo fixo
- Ótica da liquidez.
 - FM – capital disponível para cobrir as necessidades de financiamento do ciclo de exploração

Ao analisar o equilíbrio financeiro pela ótica de origem de capitais, em 2008, temos uma situação financeira tipo III (ver Figura 3.4), em que o FM é negativo com NFM positivo, representa uma situação financeira delicada, pois os capitais estáveis são insuficientes para financiar o ativo fixo, a situação financeira é tão mais delicada quanto mais negativa for a Tesouraria Líquida. Em 2009, temos uma situação financeira tipo VI, em que FM é positivo com NFM negativo, originando tesouraria positiva, NFM negativo são resultado de um ciclo de exploração favorável, podendo dar origem a excesso de FM. Os receios verificam-se em 2010 e 2011, onde estamos perante situação financeira tipo IV, em que FM é positivo com NFM negativo, representa situação arriscada, pois não apresenta liquidez nem garantia de segurança. Em 2012 a empresa está novamente com uma situação financeira tipo III e em 2013 volta a esta numa situação financeira tipo IV.

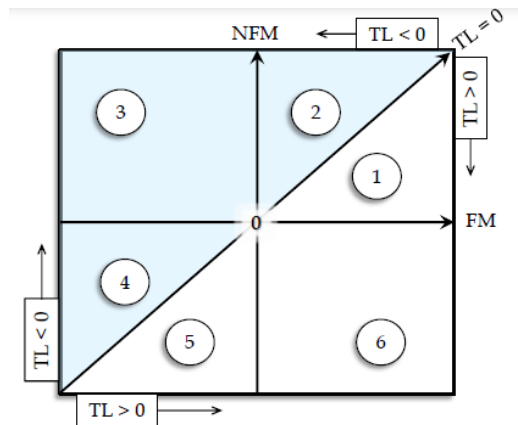


Figura 3.4 Situações financeiras típicas

Ao observarmos a evolução da situação de Tesouraria da empresa ao longo dos 5 anos (ver Gráfico 3.24), percebemos que apesar da inversão de tendência em 2010 a evolução deste indicador é desfavorável o que indica um desequilíbrio financeiro com um risco financeiro muito elevado, visto em 2013 tanto FM como NFM são negativos.

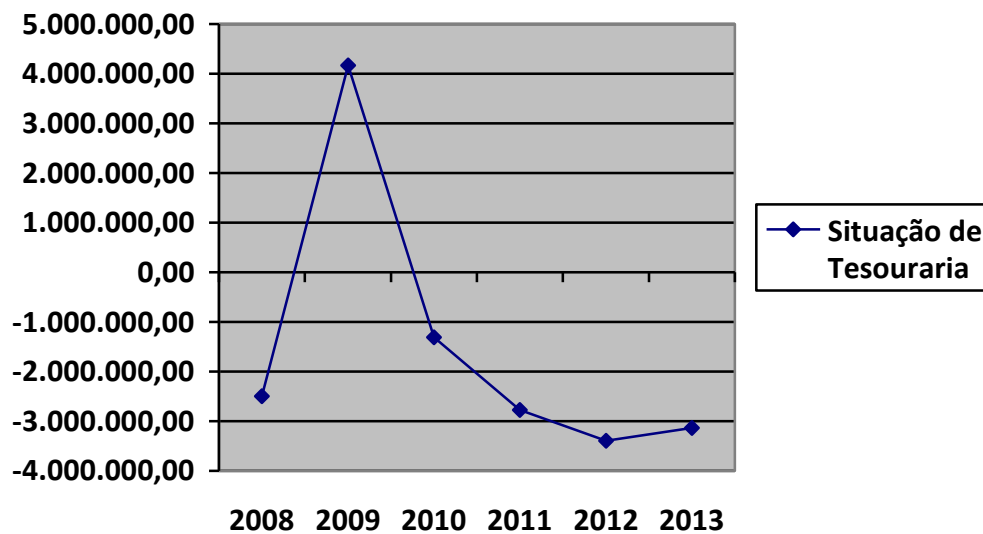


Gráfico 3.24 Evolução da Situação de Tesouraria Ydreams

3.4. Análise dos resultados

A situação económica e financeira da empresa Ydreams foi apreciada através da análise da evolução e estrutura das demonstrações financeiras (demonstração dos resultados e

balanço) e de alguns dos principais rácios. Foi ainda, e sempre que possível, efetuada a respetiva comparação com o setor de atividade da empresa (atividades de programação informática). As principais conclusões que se extraíram da análise efetuada são, em síntese, as seguintes.

Nos últimos anos, observa-se que a empresa tem vindo a perder alguma competitividade (o volume de negócios tem registado um ritmo decrescente) ao contrário do que acontece com a média do setor que tem vindo a ganhar competitividade. O desempenho operacional é inferior à generalidade das empresas do setor. Da análise da demonstração dos resultados destaca-se, ainda, o decréscimo dos gastos com o pessoal devido sobretudo à diminuição do número de trabalhadores de 132, em 2008, para 55, em 2013.

A análise do balanço permitiu identificar problemas de liquidez e crescente nível de endividamento a longo prazo, face à diminuição de financiamento de curto prazo. Acresce que o aumento do nível de endividamento e a aparente substituição do financiamento de curto prazo por financiamento de longo prazo estarão a aumentar o risco de crédito da empresa e os respetivos custos de financiamento, com impacto direto na sua rentabilidade.

Os indicadores de estrutura financeira, endividamento e liquidez confirmam os graves desequilíbrios financeiros da empresa e os problemas de liquidez. A autonomia financeira da empresa é bastante inferior à média do setor, e tem vindo a reduzir-se nos últimos anos e a empresa não cumpre a regra do equilíbrio financeiro mínimo. A empresa está a ter dificuldades em cumprir com as suas obrigações correntes, como se pode observar pelo rácio da capacidade de reembolso.

Os rácios de rentabilidade da empresa entre 2009 e 2013, apresentam-se negativos e com tendência decrescente, mostrando uma má qualidade da gestão e um fraco desempenho dos capitais investidos o que aliado a uma estrutura de gastos bastante mais elevada do que aquela que o volume negócios consegue suportar, comprometendo a viabilidade económica, bem diferente da média do setor que apresenta valores positivos e com tendência crescente.

Entre 2008 e 2013, a empresa diminuiu significativamente o grau de alavancagem combinada, em resultado do decréscimo, motivado principalmente pelo efeito económico de alavancagem.

Em suma, sem medidas que permitam reforçar a sua competitividade, melhorar a eficiência de gestão dos recursos humanos, aumentar as vendas e ultrapassar os seus desequilíbrios

financeiros, a sustentabilidade económica e financeira da empresa Ydreams está comprometida. É assim urgente a reestruturação do passivo da empresa, com aumento da maturidade média dos seus passivos e, se possível, redução do seu endividamento (eventualmente, através do reforço dos capitais próprios).

3.5. Avaliação de Rating da Informa D&B

A análise automática, foi me facultada pela Informa D&B através do modelo *Failure Score* como já expliquei, anteriormente.

A Informa D&B chegou aos resultados presentes na Figura 3.5.

Ano	Nome	Capacidade Financeira	Risco
2008	YDREAMS - INFORMÁTICA, S.A.	2A	3
2009	YDREAMS - INFORMÁTICA, S.A.	2A	3
2010	YDREAMS - INFORMÁTICA, S.A.	N	4
2011	YDREAMS - INFORMÁTICA, S.A.	N	4
2012	YDREAMS - INFORMÁTICA, S.A.	N	4
2013	YDREAMS - INFORMÁTICA, S.A.	N	4

Figura 3.5 Rating (Fonte: Dados facultados pela Informa D&B)

Verificamos que a evolução do rating da empresa é desfavorável, representado um risco elevado de *failure*, como podemos observar na Figura 3.3, o nível 3, observado nos anos 2008 e 2009, corresponde a uma taxa de *failure* de 0,55%, o que significa que têm 35 vezes ($0,55/1,57=35$) menos probabilidade de incumprir do que a média nacional e onde a empresa ainda tem alguma capacidade financeira. No entanto, a partir de 2010, não é recomendado crédito, visto que atingiu o nível mais elevado de risco de crédito em que a probabilidade de *failure* é 5,3 vezes mais que a média nacional.

Analisando, ainda, os dados fornecidos pela Informa D&B, atualmente, a empresa tem 19 ações judiciais em aberto e em novembro de 2014 é feito o pedido de processo especial de revitalização, ao qual é nomeado um administrador judicial em dezembro do mesmo ano. Em janeiro de 2015 é apresentada uma lista provisória de 180 credores, cujas dívidas ascendem a 18 milhões. No topo dos maiores credores destaca-se o Novo Banco, com um total de 7,751 milhões de euros. Porém se considerarmos todas as entidades do Grupo Espírito Santo, conclui-se que detêm mais de metade da dívida.

4. Conclusões

Neste último capítulo verifica-se que já existiam indícios de um elevado risco de crédito na empresa Ydreams, principalmente, a partir no ano 2010.

Comparando as duas análises feitas neste estudo de caso, casuística e automática, conclui-se que estas se completam, no sentido em que ambas identificam a degradação significativa da situação financeira da empresa a partir do ano 2010. Identifica ainda que já no ano 2008 a situação da empresa estava complicada, como vimos pela análise dos principais indicadores, bem como pelo risco de crédito atribuído pela Informa D&B.

A empresa através dos modelos tinha todas as condições para ter antecipado os problemas financeiros e ter feito os devidos ajustamentos na gestão da empresa. Os indicadores que apresentam uma degradação maior ao longo destes 5 anos de análise, foram a autonomia financeira, que em 2008 apresenta um valor positivo de 13,5% para um valor negativo de 98,36%, a solvabilidade da empresa, também positiva em 2008, com 15,14% (mas bem distante dos 42,94% do setor de atividade) passa a negativo em 2009 chegando ao valor 49,59%, em 2013, e o endividamento da empresa que mostra que a empresa estava com dificuldades em rentabilizar os seus investimentos, registando 86,85%, em 2008, piorando significativamente para 198,36%, em 2013, ao contrário do setor que foi amortizando as suas dívidas, com uma taxa média de endividamento de 64%, ao longo do período em análise.

Com o estudo de caso da empresa Ydreams perceciono que os estudos feitos anteriormente sobre os principais modelos e indicadores financeiros de previsão de falências são eficazes na antevisão de problemas financeiros sendo um importante instrumento para a gestão do negócio, como nas empresas do sector programação informática.

Referências Bibliográficas

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23, 589-609.
- Altman, E., Saunders, A. (1998). *Credit risk measurement with special reference to credits metrics*. Stern School of Business, New York University.
- Alves, P. (2009). *Finanças Empresariais*. ISGB – Instituto Superior de Gestão Bancária, 2009, 8.12.
- Associação Portuguesa de Bancos. (2014A). *Os Agentes Económicos*. Acedido em: 12 de dezembro de 2015, em: http://www.apb.pt/sistema_financeiro/os_agentes_economicos.
- Silva, E., Mota, C., Queirós, M. e Pereira, A. (2013). *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais*. Porto: Vida Económica - Editorial, SA.
- Boudoukh, J., Saunders, A. (1998). *Advanced Topics in Market Risk Measurement and Management*. Stern School of Business, New York University.
- Bottazzi, G., & Tamagni, F. (2011). Big and fragile: when size does not shield from default. *Applied Economics Letters*, 18, 1401-1404.
- Chaves da Silva, R. (2011). A falência e a Contabilidade. *Revista da Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas TOC*, 136, 53-54.
- CMVM – Comissão de valores do Mercado de Valores Mobiliários (s.d.). *Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros*. Consultado em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx>
- Companhia Portuguesa de Rating. *Definição de Rating*. Acedido em: 12 de dezembro de 2015, em: http://www.arcratings.com/admin-uk/modulo_pages/upload/files/What%20an%20ARC%20Ratings%20Credit%20Rating%20is%20All%20About%284%29.pdf.
- Companhia Portuguesa de Rating. *Vantagens do Rating*. Acedido em: 12 de dezembro de 2015, em: http://www.arcratings.com/admin-uk/modulo_pages/upload/files/What%20an%20ARC%20Ratings%20Credit%20Rating%20is%20All%20About%284%29.pdf.
- Decreto-Lei n.º 53/2004 de 18 de Março Decreto-Lei n.º 53/2004, DR I-A Série. 66 (2004-03-18) 1415-1465.

- Depallens G. (1974). *Gestion financière de l'entreprise*. Paris: Paris Édition Sirey.
- Falkenstein E., Boral A., Carty L. (2000). *RiskCalcTM for private companies – Modeling methodology*. Relatório publicado pela Moody's K.M.V.
- IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação, I.P. (s.d.). *Glossário*. Disponível em <http://www.iapmei.pt/iapmei-gls-02.php?glsid=4&letra=F>
- L.Senteney, D., Chen, Y. & Gupta, A. (2006). Predicting Impending Bankruptcy From Auditor Qualified Opinions And Audit Firm Changes. *Journal of Applied Business Research*, 22, 41-56.
- Madeira, P. (2003). *Falência ou recuperação empresarial como resultado do declínio organizacional*. Castelo Branco: Gestin.
- Melo, C. (2015, Fevereiro). Há sete anos que não havia tantas empresas a sair de incumprimento. *Económico*. Consultado em http://economico.sapo.pt/noticias/ha-sete-anos-que-nao-havia-tantas-empresas-a-sair-de-incumprimento_211797.html
- Moreira, J. (1999). *Análise financeira de empresas – da teoria à prática*. Porto: Associação da bolsa de derivados do Porto.
- Neves, J. (2007). *Análise financeira – técnicas fundamentais*. Lisboa: Texto editores, LDA.
- Ohlson, J. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18, 109-131.
- Thomas, L.C. (2009). *Consumer Credit Models: Pricing, Profit and Portfolios*. New York: Oxford University Press Inc.
- Wyman O. (2015). Portugal em 7º lugar no ranking dos países desenvolvidos com índice de incumprimento de crédito mais elevado. *Intrum justitia*. Consultado em http://www.intrum.com/Documents/Portugal/PR_Estudo%20Retalho%20Oliver%20Wyman_IJ%202015.pdf

Apêndices

Anexos

Anexo I – Tabelas de Ratings

Quadro 1 Rating de longo prazo da *Moody's Investors Services*

Aaa	As obrigações são consideradas da mais alta qualidade, sujeitas ao nível mais baixo de risco de crédito, o que significa que oferecem uma ótima segurança financeira. Uma possível alteração, dificilmente vai prejudicar a sua posição.
Aa	As obrigações são consideradas de alta qualidade, apenas com um nível de risco muito baixo. A sua classificação encontra-se abaixo das entidades Aaa, pois perspectivam-se riscos a longo prazo um pouco superiores.
A	As classificações A são consideradas de grau superior médio e estão sujeitas a um baixo risco de crédito. Apresentam uma boa situação financeira, no entanto existem elementos que podem gerar prejuízos futuramente.
Baa	As obrigações Baa são consideradas de médio grau e oferecem uma garantia financeira adequada. Contudo, encontram-se sujeitas ao risco de crédito moderado, pois os elementos podem não ser confiáveis a longo prazo.
Ba	As obrigações são de carácter especulativo, sendo que a garantia financeira que transmite é contestável. A sua capacidade futura de reembolso não apresenta garantia.
B	As obrigações são distinguidas por terem um carácter especulativo, uma vez que a garantia de cumprimento a longo prazo é muito reduzida, dado o elevado risco de crédito.
Caa	O risco de crédito implícito é muito elevado. A situação financeira é muito fraca e carecem os elementos que levam ao pagamento das obrigações.
Ca	Entidades caracterizadas como altamente especulativas e com baixos resultados devido às deficiências acentuadas, no que alude às suas obrigações.
C	As obrigações são apresentadas como sendo sem garantia financeira, pois a sua potencial recuperação de valores é muito baixa.

Fonte: Adaptado do site *Moody's Investors Services*

Quadro 2 Taxas de incumprimento cumulativas

: MOODY'S 5-YEAR, SMOOTHED, CUMULATIVE DEFAULT RATES, UNADJUSTED FOR WITHDRAWALS, 1983-1999

Aaa	0.20%
Aa1	0.35%
Aa2	0.44%
Aa3	0.56%
A1	0.58%
A2	0.62%
A3	0.75%
Baa1	1.31%
Baa2	1.45%
Baa3	3.28%
Ba1	5.73%
Ba2	7.48%
Ba3	13.92%
B1	15.66%
B2	19.52%
B3	23.70%
Caa-C	29.00%

Fonte: Falkenstein E., Boral A., Carty L. (2000: 70)

Anexo II – Demonstrações Financeiras Ydreams

Quadro 3 Balanço Ydreams (período 2008 a 2013)

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ativo						
Ativo não corrente						
Ativos fixos tangíveis	2,571,556.21	2,355,765.47	2,246,650.82	2,090,274.84	1,676,541.14	1,447,341.42
Propriedades de investimento	-	-	-	-	-	-
Good will	-	-	-	-	-	-
Ativos intangíveis	3,034,340.35	3,094,888.67	195,863.80	77,953.27	70,723.85	95,513.77
Ativos biológicos	-	-	-	-	-	-
Participações financeiras - método da equivalência patrimonial	-	-	438,291.12	607,242.35	145,115.30	175,914.30
Participações financeiras - outros métodos	-	-	15,000.00	20,000.00	20,000.00	15,000.00
Accionistas/sócios	-	-	-	-	-	-
Outros ativos financeiros	-	-	687,964.33	200,963.53	361,893.51	936,712.13
Ativos por impostos diferidos	-	-	4,488,268.67	4,921,156.43	3,827,063.68	3,827,063.68
Investimentos financeiros	226,175.66	531,175.66	-	-	-	-
Total do ativo não corrente	5,832,072.22	5,981,829.80	8,072,038.74	7,917,590.42	6,101,337.48	6,497,545.30
Ativo corrente						
Inventários	-	-	-	-	-	-
Ativos biológicos	-	-	-	-	-	-
Clientes	4,063,767.93	1,284,598.92	773,092.31	1,322,455.93	1,589,742.54	560,490.56
Adiantamentos a fornecedores	4,409.93	3,311.25	2,075.67	-	-	-
Estados e outros entes públicos	24,102.26	432,385.21	35,559.21	47,083.32	70,517.00	45,913.13
Accionistas/sócios	-	-	-	-	-	-
Outras contas a receber	838,992.36	344,806.79	1,194,119.98	1,330,080.49	843,833.73	579,046.38
Diferimentos	2,659,148.87	3,603,761.16	165,216.57	116,367.24	63,104.34	61,923.35
Ativos financeiros detidos para negociação	-	-	-	-	-	-
Outros ativos financeiros	-	-	-	-	-	-
Ativos não correntes detidos para venda	-	-	-	-	-	-
Outros ativos correntes	-	-	-	-	-	-
Caixa e depósitos bancários	85,381.68	171,939.61	15,871.19	1,933.41	58,475.37	93.24
Total do ativo corrente	7,675,803.03	5,840,802.94	2,185,934.93	2,817,920.39	2,625,672.98	1,247,466.66
Total do ativo	13,507,875.25	11,822,632.74	10,257,973.67	10,735,510.81	8,727,010.46	7,745,011.96
Capital próprio e passivo						
Capital próprio						
Capital realizado	604,717.81	604,717.81	604,717.81	1,537,632.72	1,537,632.72	1,537,632.72
Ações (quotas) próprias	-	-	-	-	-	-
Outros instrumentos de capital próprio	-	-	-	-	-	-
Prêmios de emissão	8,272,706.99	8,272,706.99	8,272,706.99	10,442,320.12	10,442,320.12	10,442,320.12
Reservas legais	7,095.43	7,095.43	7,095.43	7,095.43	7,095.43	7,095.43
Outras reservas	-	-	-	-	-	-
Resultados transitados	- 4,244,167.85	- 6,856,678.87	- 10,301,456.04	- 12,557,644.72	- 15,568,852.30	- 17,589,373.96
Ajustamentos em ativos financeiros	- 251,960.62	- 251,960.62	- 251,960.62	- 251,960.62	- 156,619.65	- 156,619.65
Excedentes de revalorização	-	-	-	-	-	-
Outras variações no capital próprio	-	-	-	-	-	-
	4,388,391.76	1,775,880.74	- 1,668,896.43	- 822,557.07	- 3,738,423.68	- 5,758,945.34
Resultado líquido do período	- 2,612,511.02	- 2,418,493.90	- 2,117,403.58	- 1,621,953.66	- 2,020,521.66	- 1,859,259.68
Dividendos antecipados	-	-	-	-	-	-
Total do capital próprio	1,775,880.74	- 642,613.16	- 3,786,300.01	- 2,444,510.73	- 5,758,945.34	- 7,618,205.02
Passivo						
Passivo não corrente						
Provisões	-	5,808.51	-	-	-	-
Financiamentos obtidos	-	4,469,791.69	8,966,328.12	5,590,176.11	6,624,393.79	7,136,275.92
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	-	-	-	-	-	-
Passivos por impostos diferidos	-	-	-	-	-	-
Outras contas a pagar	-	-	-	214,143.92	259,086.99	-
Total do passivo não corrente	-	4,475,600.20	8,966,328.12	5,804,320.03	6,883,480.78	7,136,275.92
Passivo corrente						
Fornecedores	806,162.60	784,402.34	709,143.10	587,012.49	697,629.76	746,089.68
Adiantamentos de clientes	-	-	-	-	-	-
Estado e outros entes públicos	368,995.51	282,222.50	309,559.29	559,425.21	902,204.15	1,478,987.91
Accionistas/sócios	4,083.67	44,083.67	-	-	-	-
Financiamentos obtidos	4,143,866.22	1,578,660.47	1,989,583.73	3,378,037.94	4,237,212.79	3,711,184.87
Outras contas a pagar	1,820,453.21	2,444,933.18	1,768,877.68	2,581,417.89	1,656,373.77	2,229,524.20
Diferimentos	4,588,433.30	2,855,343.54	300,781.76	269,807.98	109,054.55	61,154.40
Passivos financeiros detidos para negociação	-	-	-	-	-	-
Outros passivos financeiros	-	-	-	-	-	-
Passivos não correntes detidos para venda	-	-	-	-	-	-
Outros passivos correntes	-	-	-	-	-	-
Total do passivo corrente	11,731,994.51	7,989,645.70	5,077,945.56	7,375,701.51	7,602,475.02	8,226,941.06
Total do passivo	11,731,994.51	12,465,245.90	14,044,273.68	13,180,021.54	14,485,955.80	15,363,216.98
Total do capital próprio e do passivo	13,507,875.25	11,822,632.74	10,257,973.67	10,735,510.81	8,727,010.46	7,745,011.96

Quadro 4 Demonstração de Resultados Ydreams (período 2008 a 2013)

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rendimentos e gastos						
Vendas e serviços prestados	4,935,250.81	4,703,587.74	2,591,191.66	3,489,005.53	3,099,017.62	2,040,525.13
Subsídios à exploração	39,977.58	94,036.54	547,538.14	221,552.25	174,614.25	95,492.95
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, assoc. e emp. Conj.	-	-	343,191.12	293,385.03	- 604,017.52	380,000.00
Variação nos inventários da produção	-	-	-	-	-	-
Trabalhos para a própria entidade	1,263,962.21	1,151,831.83	285,700.25	314,985.63	25,125.49	69,308.40
Custos das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-	-	-	-	-	-
Fornecimentos e serviços externos	3,126,501.16	2,626,437.45	1,582,946.99	1,547,189.28	1,399,897.59	1,178,879.82
Gastos com o pessoal	5,130,943.00	5,048,157.27	4,232,098.46	3,739,591.19	2,322,769.16	1,763,141.24
Imparidade de inventários (perdas/reversões)	-	-	-	-	-	-
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	-	-	111,447.33	- 7,834.84	1,259.40	277,664.58
Provisões (aumentos/reduções)	-	-	-	-	-	-
Imparidade investimentos n/ deprec./amortizáveis (perdas/reversões)	-	-	-	-	-	-
Outras imparidades (perdas/reversões)	-	-	-	-	-	-
Aumentos/reduções de justo valor	-	-	-	-	-	-
Outros rendimentos e ganhos	300,599.29	484,938.03	256,643.29	139,910.21	294,689.14	190,910.69
Outros gastos e perdas	352,145.93	236,833.37	106,978.42	206,519.41	521,207.96	434,699.57
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos (EBITDA)	- 2,069,800.20	- 1,477,033.95	- 2,009,206.74	- 1,026,626.39	- 1,255,705.13	- 878,148.04
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	1,135,577.06	1,523,629.10	631,458.52	617,983.57	460,598.62	287,616.69
Imparidade invest. Deprec./amortizáveis (perdas/reversões)	-	-	-	-	-	-
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos) (EBIT)	- 3,205,377.26	- 3,000,663.05	- 2,640,665.26	- 1,644,609.96	- 1,716,303.75	- 1,165,764.73
Juros e rendimentos similares obtidos	-	-	-	5,668.73	2,753.73	20,611.30
Juros e gastos similares suportados	246,985.38	282,078.93	390,166.69	516,964.82	568,294.59	714,106.25
Resultado antes de impostos	- 3,452,362.64	- 3,282,741.98	- 3,030,831.95	- 2,155,906.05	- 2,281,844.61	- 1,859,259.68
Imposto sobre o rendimento do período	- 839,851.62	- 864,248.08	- 913,428.37	- 533,952.39	- 261,322.95	-
Resultado líquido do período	- 2,612,511.02	- 2,418,493.90	- 2,117,403.58	- 1,621,953.66	- 2,020,521.66	- 1,859,259.68