

FRANCISCO VILELA

GUIA DE ANÁLISE E DECISÕES DE CRÉDITO



VidaEconómica

ÍNDICE

Introdução.....	7
Prefácio	9

Capítulo I – O crédito e o risco de crédito

a. Definição de crédito	15
b. Importância do crédito na economia.....	16
c. Contribuição do setor bancário	18
d. Venda a crédito	24
e. Riscos associados às vendas a crédito	31
f. Os C do crédito	37
g. Definição de políticas de crédito	42
h. Ficha de crédito	46
i. Limite de crédito	55

Capítulo II – Análise e decisões de crédito

a. Métodos e critérios qualitativos de análise	66
b. Métodos e critérios quantitativos	79
c. Análise de crédito de curto prazo – fundo de maneiio.....	90
d. Análise de crédito de médio e longo prazo – <i>cash flow</i>	96
e. Modelos de apoio à decisão	103

INTRODUÇÃO

O SUCESSO DO NEGÓCIO – *IN VIDA* *ECONÓMICA*

Quando se define uma estratégia para uma empresa que se quer rentável e sustentável, devem ter-se em consideração 4 preceitos fundamentais:

- Investir em projetos cujo retorno seja superior ao custo;
- Aumentar o retorno nos investimentos em curso;
- Reduzir os custos associados a investimentos com pouco retorno;
- Reduzir o custo do capital.

No entanto, a estratégia, que é definida a um nível macro, falha muitas vezes na sua implementação. A procura por um maior volume de vendas, fundamental em qualquer estratégia de negócio, impede muitas vezes que a estratégia definida tenha o sucesso pretendido, isto porque a mensagem que passa para a força comercial é pouco clara.

Assim, as vendas tendem a ocorrer indistintamente a todo e qualquer cliente. Esquecendo-se a estratégia, a rentabilidade tem muitas vezes que ser garantida pela capacidade que a empresa tem em cobrar aos clientes.

Desta forma, o custo associado ao investimento tende a ser superior, seja pelos custos associados à cobrança, pelos custos associados

às vendas sem recebimento, ou aos custos de financiamento adicionais para colmatar eventuais falhas de tesouraria.

Tanto para novos investimentos como para investimentos em curso, é importante que a empresa opere numa lógica de cliente interno, para que todos os departamentos, que direta ou indiretamente interagem com o cliente, saibam exatamente o seu posicionamento na cadeia de valor e consigam de uma forma mais fluida e eficiente garantir o sucesso e rentabilidade do negócio, nunca esquecendo que, depois de efetuada a venda, é fundamental receber do cliente.

O conhecimento a 360° do cliente por todas as áreas onde haja interação é basilar para o sucesso do processo de venda como para a continuidade e incremento da relação comercial.

Reduzir o custo do capital pode parecer muitas vezes o mais complicado; todavia, se considerarmos que muitas das necessidades de financiamento das empresas derivam das necessidades pontuais de *cash-flow*, entendemos que, podendo vender de forma mais eficiente, então podemos suprir essas necessidades e reduzir, por essa forma, custos de financiamento. Além disso, elevados níveis de financiamento aumentam o risco junto das entidades financiadoras, que por isso têm tendência a aumentar os preços dos novos financiamentos.

A implementação da estratégia de negócio deve ser tão cuidada como a sua elaboração. Uma orientação clara da força de vendas, definindo a quem e como vender, e a existência de um ciclo de vendas bem delineado e perfeitamente integrado é essencial quando se pretende ter um negócio rentável e sustentável.

Francisco Vilela

PREFÁCIO

No início do seu mandato como presidente da Comissão Europeia, em novembro de 2014, Jean-Claude Juncker lançou um programa de 315 mil milhões de euros para investimento.

É mais uma intenção política de ultrapassar a anemia que assola a Zona Euro. A ideia de que o investimento é um elemento potenciador está enraizada no discurso público. Contudo, com desembaraço se esquece dos investimentos que apenas deixam dívida.

E, em regra, a memória tende a ser curta. Vale recordar que 2007 foi o auge de uma bolha de crédito que levou a uma grande quantidade de investimentos desperdiçados.

Muitos cidadãos, e países, sentem as suas consequências. E as futuras gerações vão herdar essas dívidas.

Um *stock* de capital cada vez maior em relação à produção significa que os rendimentos do capital sejam cada vez menores e, com naturalidade, que haja, ao longo do tempo, cada vez mais empréstimos em incumprimento.

A frágil competitividade da malha industrial portuguesa na cena internacional mitiga a capacidade de criar riqueza, e, conseqüentemente, “capital”. Acresce a falta de “engenho” para captar poupança externa (Investimento Direto Estrangeiro). Finalmente, a taxa de poupança das famílias portuguesas, outrora *campeã de poupança*, situa-se no registo mais baixo da nossa História e um dos valores mínimos da União Europeia.

Quando não há poupança, uma “solução” é usar crédito.

Não é vergonha pedir emprestado. Mas é incómodo.

O volume da dívida portuguesa (famílias, empresas e Estado) é um problema que dilige o aparecimento de “especialistas na análise do crédito”.

Francisco Vilela da Silva, no seu livro “Análise de Decisões de Crédito”, propõe-se tratar o tema do “risco de crédito”.

No primeiro capítulo, o autor apresenta diversos conceitos que vão desde o “crédito” e o “sistema bancário” até ao “risco”.

Esta é uma temática que necessita de muita investigação, análise e debate.

A década de setenta do século passado promoveu a denominada 3ª Revolução Industrial. O computador, a eletrónica e a internet abriram fronteiras e mentes, obrigando as pessoas, empresas e países a assumirem uma nova atitude.

Concomitantemente, o crescimento aritmético da massa monetária transformou-se num crescimento exponencial de “moeda em circulação”.

O muito “dinheiro” e informação em circulação acomoda pouco tempo para a tomada de decisões. Os ciclos de vida dos produtos, serviços e empresas são cada vez menores.

Assim, a evolução da “função risco” obriga a uma análise cuidada dos contornos de governação das empresas, nomeadamente: monitorização de risco; definição de estratégia e consistência de limites de risco com a estratégia do negócio; incorporação de risco no *pricing*; definição da função de risco e as linhas de reporte, e o alinhamento do desempenho com a estratégia de risco, assistindo-se a uma tendência para a centralidade e especialização da função, reforçando e sofisticando os instrumentos de apoio à tomada de decisão.

Procura-se, pois, promover ciclos virtuosos num contexto em que a cultura de risco e o planeamento do negócio, a identificação, valorização e conseqüente interiorização do risco tendem a ser suportados na análise da gestão estratégica do apetite ao risco.

Deste modo, o envolvimento da alta direção na gestão do risco de crédito, a existência de uma estrutura organizacional de recuperação especializada, assim como interações frequentes entre as unidades de negócio, são condições necessárias para a criação de valor.

A reduzida literacia de “risco de crédito”, a nível global, oferece uma oportunidade ao lançamento desta obra. Como bem refere o autor, é imperiosa a agregação de informação e a consolidação das análises, de modo a formalizar uma política de risco.

No segundo capítulo, são apresentados exemplos de “métodos e critérios qualitativos e quantitativos” de análise de crédito de fácil leitura e interpretação, assim como modelos de apoio à decisão.

Vale a chamada de atenção para a extrema importância do “risco de *compliance*”, em que a consistência e a transparência são os principais arietes.

Os “tomadores de decisão” não devem ter a petulância de imaginar que os modelos resolvem o risco de crédito, ou outro. Nada ultrapassa a capacidade de análise do ser humano. É a este que cabe a criação de opinião.

Se quisermos aproveitar as oportunidades e evitar as armadilhas, temos de considerar, com cuidado, as perguntas que os modelos geram.

As novas fontes de dados, se usadas corretamente, têm potencial para revolucionar as análises económicas. Outrora, as previsões tendiam a extrapolar a partir de dados ultrapassados no tempo. Na era dos “*big data*”, o desafio reside na filtragem cuidadosa e na análise de elevada quantidade de informação.

Assim, não basta reunir dados. Para se produzirem previsões sérias, os dados têm de ser colocados num enquadramento analítico. Os algoritmos devem ser elementos do processo de debate, análise e criatividade, e não um *finem in seipsum*.

Neste esforço, são essenciais novas formas de parceria e de governação, assegurando que a ética é o cerne dos nossos comportamentos individuais e coletivos.

Este livro de Francisco Vilela intenta ser uma primeira abordagem ao fenómeno da “análise de crédito”. Tem uma leitura simples, com ritmo e objetividade. Os profissionais das áreas do risco e os alunos das instituições de ensino passam a dispor de um novo instrumento que se lê e se estuda com o maior interesse e é de evidente utilidade. Desfrute! J

Rui Moreira de Carvalho

*Docente Universitário e Assessor do Conselho de Administração
da Caixa Geral de Depósitos*

julho 2016

CAPÍTULO I

O CRÉDITO E O RISCO DE CRÉDITO

- a. Definição de crédito
- b. Importância do crédito na economia
- c. Contribuição do setor bancário
- d. Venda a crédito
- e. Riscos associados às vendas a crédito
- f. Os C do crédito
- g. Definição de políticas de crédito
- h. Ficha de crédito
- i. Limite de crédito

A. DEFINIÇÃO DE CRÉDITO

A palavra “crédito” tem origem no termo latino *credere* que significa “confiar”, “acreditar”. Ou seja, crédito pressupõe uma qualquer relação ou troca que tem por base a confiança.

Em termos financeiros, o crédito é uma ferramenta de gestão que pode ser utilizada por uma empresa ou particular na venda dos seus produtos, mas também por um banco ou instituição financeira na concessão de financiamentos e empréstimos.

Numa relação creditícia existem, pelo menos, duas entidades contratantes: a que recebe o crédito (devedor) e a que concede o crédito (credor).

Nesta relação contratual, o credor tem o direito e exigir a restituição do valor emprestado, bem como eventuais contrapartidas, como juros, legalmente contratualizadas.

O devedor fica obrigado a pagar ao credor as importâncias definidas, sendo que, em caso de incumprimento, ficará exposto às consequências legais aplicáveis.

Por norma, as condições de negociação do crédito têm por base uma análise ao cliente, normalmente, suportada por dados históricos.

Assim, pode definir-se o crédito como uma relação de confiança, diretamente influenciada por fatores como o conhecimento e experiência vivida entre as entidades contratantes.

B. IMPORTÂNCIA DO CRÉDITO NA ECONOMIA

Tradicionalmente, o crescimento económico é medido em função do Produto Interno Bruto – PIB – de um país.

O Produto Interno Bruto define-se como a soma de todos os bens e serviços finais produzidos num país. De forma a serem evitadas duplicações, considera-se apenas o valor acrescentado em cada etapa de produção, desconsiderando-se as matérias-primas. Da mesma forma, os produtos de revenda também são excluídos, isolando-se a produção para o ano em estudo.

Para o cálculo do PIB são considerados todos os setores da economia, incluindo o Governo, bem como os valores das importações e exportações.

O PIB é então calculado através da seguinte fórmula:

$$PIB = C + G + I + M - X$$

Onde:

C = Consumo privado

G = Gastos do Governo

I = Investimento

M = Importações

X = Exportações

Analisando a composição do Produto Interno Bruto e sendo este um dos principais indicadores de crescimento económico, consegue-se perceber como a concessão de crédito pode ser um fator com impacto direto nesse crescimento.

Um maior volume de crédito disponível para as famílias tende a aumentar o poder de compra do consumidor e esse maior poder de

compra tem um impacto positivo no consumo. Da mesma forma que para as empresas um maior volume de crédito disponível potencia o investimento. Duas das variáveis que compõem o PIB.

Aplicando-se a lei da oferta e da procura, ao existir um aumento do poder de compra dos consumidores, existirá um aumento dos produtos disponíveis. A oferta de novos produtos e serviços é alicerçada não só no crescimento do consumo, mas também por via da maior disponibilidade de crédito para investimento.

Todavia, não bastará um incentivo à maior concessão de crédito para que haja crescimento económico, sendo preciso ter em conta outras variáveis, como as taxas de juro, as taxas de inflação, o nível de incumprimento creditício e as necessidades de financiamento dos governos e dos próprios bancos.

C. CONTRIBUIÇÃO DO SETOR BANCÁRIO

Sendo a concessão de crédito a atividade por excelência dos bancos comerciais, a exposição dos mesmos aos riscos associados ao crédito está presente desde sempre.

Esta indefinição quanto aos recebimentos dos valores financiados levou os bancos a agir de forma preventiva face aos riscos em que estavam a incorrer de cada vez que concediam crédito.

Inicialmente, o risco era gerido apenas através da inclusão de garantias e cláusulas de segurança nos contratos de crédito e a seleção de devedores feita muitas vezes com base em informação escassa e imperfeita.

Foi no final da década de 1950 que o risco de crédito passou a ser medido de forma quantitativa e foram desenvolvidos os primeiros modelos estatísticos, baseados na experiência da concessão de crédito dos bancos aos seus clientes, que assumiam como base a premissa de que o passado continuaria para o futuro, pelo que uma boa *performance* passada seria um bom indicador de uma boa *performance* no futuro.

Os modelos quantitativos iniciais eram mais simples e pretendiam atingir os seguintes objetivos:

- Ferramentas que pudessem identificar os clientes/devedores que melhor se enquadravam para poderem receber um empréstimo;
- O foco era apenas o cliente, não havendo modelos diferenciados por produto ou tipo de crédito;
- Eram utilizados modelos de árvores de decisão simples aplicados casuisticamente e não integrados;
- Modelos tendiam a indicar o tipo de cláusulas contratuais e garantias ao crédito;

Com a evolução económico-social, e o inerente crescimento dos bancos, os mecanismos de supervisão foram também aperfeiçoados, não só para prevenir fraudes mas também para auxílio e proteção dos bancos.

No início da década de 1970, passa-se à abordagem estrutural, que é também conhecida como a abordagem de firme valor. Define-se que a capacidade de uma empresa para fazer face à dívida contratual é determinada pelo seu valor patrimonial. Esta abordagem é inspirada na metodologia Black-Scholes-Merton para os preços das opções financeiras.

Dois dos modelos tradicionais eram o modelo de Merton, apresentado em 1974, e o modelo de *first-passage time* divulgado por Black e Cox em 1976.

Em 1988, o Comité de Supervisão Bancária de Basileia (*Basel Committee on Banking Supervision*) publicou o Acordo de Basileia¹, uma recomendação de enorme relevância para o setor bancário e cujo principal objetivo seria o de contribuir para uma maior solidez e um maior fortalecimento do sistema bancário internacional, contribuindo também para reduzir o desequilíbrio competitivo entre os sistemas bancários nacionais.

A principal prioridade deste acordo era o estabelecimento de níveis mínimos de solvabilidade para as instituições bancárias conseguirem fazer face ao risco de crédito em que incorrem. Era necessário que os bancos apresentassem níveis de capitais próprios num valor mínimo capaz de responder aos riscos derivados da concessão de crédito.

Foi feita uma adenda ao acordo, em 1996, onde ficou estipulado que além do risco de crédito, os capitais mínimos deviam também responder aos riscos de mercado.

1 - *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, ou Acordo Basileia I – pode ser integralmente consultado em: www.bis.org

Com a implementação do Basel Market Risk Amendment² em 1996, os bancos evoluíram de uma política de crédito para uma verdadeira política de gestão de risco de crédito.

Esta transformação passou a ter um cariz constantemente evolutivo, na perseguição do objetivo único de proteger os bancos e seus clientes dos riscos a que estão expostos.

Neste ambiente de uma evolução financeira constante em que se procurava, contudo, a manutenção da estabilidade dos sistemas financeiros, foram surgindo iniciativas de vários níveis e entidades no sentido de se manterem atualizados os quadros regulamentares.

Depois de várias revisões intercalares no sentido de se conseguirem as referidas actualizações, o Comité de Supervisão Bancária de Basileia decide-se então por fazer uma revisão global do Acordo Basileia I, tendo sido publicado em 2004 o “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*”³, conhecido como Acordo Basileia II ou Novo Acordo de Capital.

O acordo, assente em três pilares e passando a incorporar o risco operacional, visa dotar os bancos dos meios necessários para que os objetivos definidos no acordo Basileia I fossem atingidos.

O *primeiro pilar* estabelece a fórmula de cálculo do capital mínimo necessário para cobrir os riscos.

O *segundo pilar* define uma supervisão mais adequada e a mobilização de recursos, por parte dos bancos, para a identificação correta dos riscos, numa ótica de convergência de políticas de crédito.

2 - *Basel Market Risk Amendemen* foi o primeiro passo para a evolução do acordo Basileia I para o acordo Basileia II.

3 - *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*, ou Acordo Basileia II, pode ser integralmente consultado em: www.bis.org.

O *terceiro pilar* preconiza o aumento da transparência e uma maior disciplina de mercado.

Figura 1. Os três pilares de Basileia II



Na prática, esta evolução verificou-se com a implementação de processos de medição de risco que passaram a integrar conceitos como o risco de mercado e risco operacional, sendo considerados fatores como:

- Os modelos passaram a considerar que diferentes tipos de produtos estavam expostos a diferentes quantias de crédito, diferentes devedores que atuam em mercados diferentes;
- Incluíram nos modelos a diferenciação de risco e de produto através do preço;
- A classificação de risco de crédito passou a ser utilizada para uma gestão eficiente da carteira e foram acionados mecanismos de mitigação do crédito concedido;
- Os níveis de capital passaram a ser sensíveis ao risco e a refletir as alterações ao perfil de risco das instituições.

São também, fruto deste processo evolutivo e já com a implementação do Acordo Basileia II, identificadas e definidas as componentes de risco de crédito:

- *Exposure*: que representa o total de crédito concedido a um determinado cliente, incluindo crédito concedido não utilizado;

- *Probability of Default*: definida pela probabilidade de incumprimento de um determinado devedor ou contraparte;
- *Exposure at Default*: que representa o valor de crédito em dívida no momento em que se verifica o incumprimento;
- *Loss Given Default*: o montante de crédito que não pode ser recuperado após execução de garantias;
- *Maturity*: o prazo de maturidade de um determinado financiamento.

Com o objetivo de tornar a identificação, a avaliação e interpretação de créditos e carteiras de crédito de forma simples e global, foi também uniformizada a segmentação dos ativos, com ponderadores de risco associados a cada uma das classes:

- *Corporate*: empresas com grande exposição de crédito junto de uma determinada instituição, considerando-se neste caso exposições superiores a um milhão de euros;
- *Sovereign*: bancos centrais e bancos de desenvolvimento;
- *Banks*: englobando todos os bancos, instituições de crédito e companhias de seguros;
- *Retail*: pequenos negócios, subdivididos depois em 3 categorias:
 - *Individuals*: clientes particulares;
 - *Mortgage Loans*: crédito hipotecário;
 - *Loans to small Business*: créditos a empresas cuja exposição junto do banco não exceda um milhão de euros.

Ficou também definido que dentro de cada uma das classes, nomeadamente na classe de *Retail*, e considerando a vastidão de clientes, setores de atividade e geografias existentes, os bancos poderiam e deveriam diferenciar os seus clientes em termos de risco.

A evolução constante do setor bancário e a importância crescente dada à gestão do risco de crédito levaram também à definição de boas práticas que têm sido partilhadas e implementadas por todos os bancos a nível mundial, nomeadamente:

- Definição e implementação de uma política de risco de crédito;
- Identificação de todos os fatores de risco associados à concessão de crédito;
- Manter um controlo adequado e constante da carteira de crédito.

D. VENDA A CRÉDITO

A venda a crédito acontece quando uma empresa ou particular vendem um determinado bem ou serviço cujo pagamento não ocorre no imediato.

A dilatação de prazo de recebimento constitui um crédito à empresa cliente, que fica assim devedora pelo valor acordado de venda ou prestação do serviço.

Por mais apelativa que a venda a crédito possa parecer, numa ótica de potenciar o crescimento do negócio, quando se opta por uma venda a crédito existe sempre um desfasamento entre a data da fatura e a data do recebimento, esta situação tem como consequência o alargar do ciclo de conversão de caixa da empresa e pode potenciar custos adicionais.

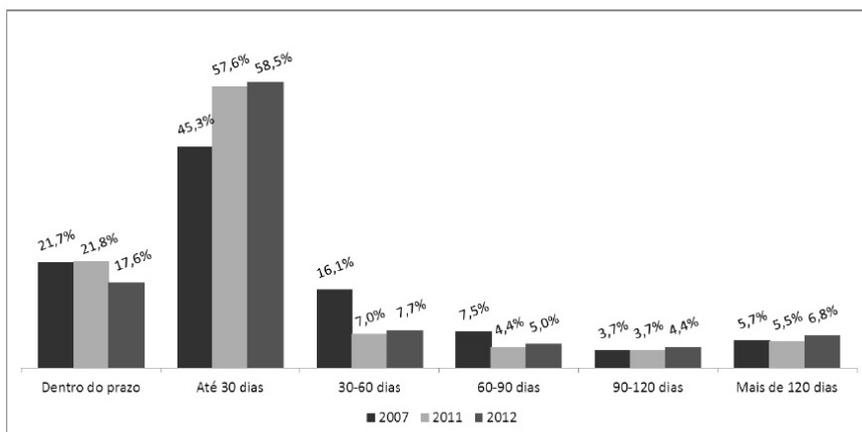
Consultando o Barómetro Empresarial sobre Comportamentos de Pagamentos das Empresas em Portugal e na Europa elaborado pela CRIBIS D&B, podemos perceber que existe uma tendência elevada, e crescente, para o alargamento de prazos de pagamento em Portugal, verificando-se também um elevado nível de incumprimento no crédito concedido.

Em 2012, apenas 17,6% das empresas portuguesas registaram pagamentos dentro do prazo, ficando bastante abaixo da média europeia.

Esta tendência de atrasos de pagamento é corroborada quando olhamos para a percentagem de empresas com atrasos superiores a 90 dias, que atinge 11,2%, *versus* 3,3% da média europeia.

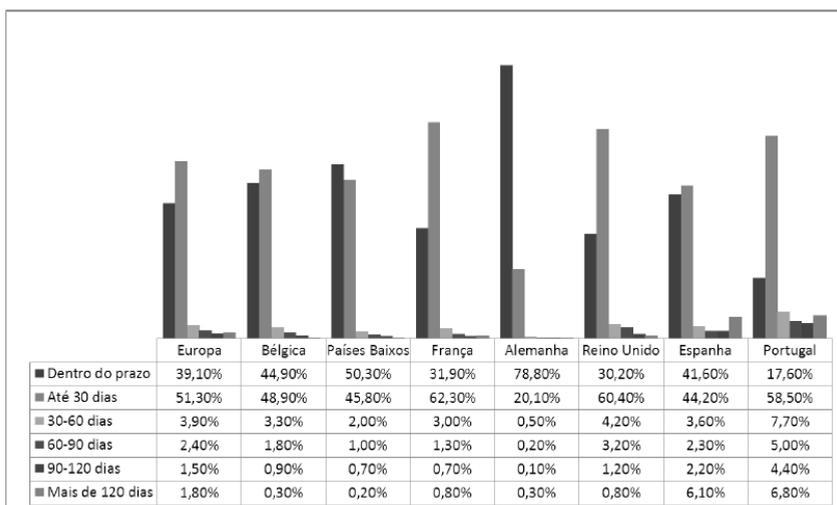
Ambos os indicadores variam em sentido inverso ao desejável, ou seja, reduzindo-se o número de empresas que pagam atempadamente e aumentando a percentagem de empresas que efetuam pagamentos com atrasos superiores a 90 dias.

Figura 2. Prazo de pagamento em Portugal



Fonte: CRIBIS D&B

Figura 3. Prazos de pagamento na Europa



Fonte: CRIBIS D&B

Num mercado composto maioritariamente por micro, pequenas e médias empresas, como o português, vive-se um cenário fortemente

concorrencial, ficando estas empresas sujeitas a um enorme esforço na tentativa de angariar novos clientes e fidelizar os existentes.

Das estratégias mais comuns utilizadas para atingir os objetivos de conquistar e manter clientes satisfeitos, emerge o recurso a vendas com prazos de pagamento dilatados, o que, na prática, não é mais que conceder crédito aos clientes, dando-lhes a vantagem de poderem pagar mais tarde os bens ou serviços agora adquiridos.

Todo este esforço tem, pois, as suas consequências, pois só há uma situação pior para as empresas que não vender, é não receber.

Assim, o maior desafio que as empresas enfrentam é conseguirem vender com prazos de pagamento dilatados, sem comprometerem a sua própria saúde financeira.

Facturar, vender, crescer é o objetivo número um de todas as empresas. Todos os empresários querem ver o seu negócio crescer, mas devem ter consciência que esse crescimento só se torna real e sustentado a partir do momento em que recebe dos seus clientes.

Há empresas com dívidas de clientes que ascendem a um ano (ou mais) de facturação, o que, como se imagina, torna o negócio insustentável.

Todas as empresas têm custos e despesas de atividade e produção que devem ser pagos com a liquidez gerada pelo negócio, podendo, claro, recorrer a financiamento bancário ou de outra natureza, fazendo face a eventuais necessidades pontuais de fundos, no entanto esses empréstimos devem ser claramente encarados como temporários e de curto prazo.

Se assim não for, as empresas estarão a recorrer ao crédito para se manter no ativo, criando desta forma um perigoso efeito “bola de neve”:

Fechou um negócio, faturou o cliente, o cliente não pagou, pede dinheiro ao banco para pagar aos fornecedores, o cliente continua sem pagar, pede mais dinheiro ao banco para pagar o primeiro empréstimo e os fornecedores...

Este livro apresenta-se como um primeiro contacto com a análise e decisão de crédito. Numa linguagem simples e acessível, alia as componentes teórica e prática com exemplos reais que ajudam ao acompanhamento dos diversos conceitos.

No primeiro capítulo, é intenção dotar o leitor dos conhecimentos fundamentais sobre o crédito e o risco de crédito, através de uma explicação simples e concisa, suportada pela contribuição do setor bancário para esta temática.

No segundo capítulo, o objetivo é que o leitor possa aprofundar os conhecimentos sobre a análise de risco de crédito, através de métodos qualitativos e quantitativos, com foco nos pontos fundamentais da análise, garantindo a objetividade e a utilidade para o leitor.

“Tem uma leitura simples, com ritmo e objetividade. Os profissionais das áreas do risco e os alunos das instituições de ensino passam a dispor de um novo instrumento que se lê e se estuda com o maior interesse e é de evidente utilidade.”

Rui Moreira de Carvalho

*Docente Universitário e Assessor do Conselho
de Administração da Caixa Geral de Depósitos*

FRANCISCO VILELA

Mestre em Finanças, com especialização em instituições financeiras, pelo Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa, tendo estudado na sua tese os critérios qualitativos utilizados pela banca na atribuição de *ratings*. Licenciado em Gestão pela Universidade Autónoma de Lisboa. Possui ainda uma pós-graduação em Gestão de Bancos e Seguradoras pelo INDEG (Universidade Técnica de Lisboa).

Atualmente, desempenha funções de gestão de risco de crédito, a nível europeu, para uma multinacional americana.

Tem ministrado ações de formação nas áreas do crédito e risco de crédito.

É ainda autor de diversos artigos para o semanário *Vida Económica*.

www.vidaeconomica.pt

ISBN: 978-989-768-256-8



Visite-nos em
livraria.vidaeconomica.pt