

António Gomes Mota  
Clementina Dâmaso Barroso  
João Pedro Nunes  
Luís Oliveira  
Miguel Almeida Ferreira  
Pedro Leite Inácio

**6<sup>a</sup> Edição**  
Revista e  
Aumentada

# Finanças da Empresa

Teoria  
e Prática



EDIÇÕES SÍLABO

# Finanças da Empresa

**Teoria e Prática**

António Gomes Mota  
Clementina Dâmaso Barroso  
João Pedro Nunes  
Luís Oliveira  
Miguel Almeida Ferreira  
Pedro Leite Inácio

---

6ª EDIÇÃO  
Revista e Aumentada

---



É expressamente proibido reproduzir, no todo ou em parte, sob qualquer forma ou meio gráfico, eletrónico ou mecânico, inclusive fotocópia, este livro.

As transgressões serão passíveis das penalizações previstas na legislação em vigor.

Não participe ou encoraje a pirataria eletrónica de materiais protegidos.

O seu apoio aos direitos dos autores será apreciado.

Visite a Sílabo na rede

[www.silabo.pt](http://www.silabo.pt)

#### FICHA TÉCNICA:

Título: Finanças da Empresa – Teoria e Prática

Autores: António Gomes Mota, Clementina Dâmaso Barroso, João Pedro Nunes,

Luís Oliveira, Miguel Almeida Ferreira, Pedro Leite Inácio

© Edições Sílabo, Lda.

Capa: Pedro Mota

1ª Edição – Lisboa, Dezembro de 2010.

6ª Edição – Lisboa, Janeiro de 2020.

Impressão e acabamentos: Europress, Lda.

Depósito Legal: 466321/20

ISBN: 978-989-561-037-2



**EDIÇÕES SÍLABO, Lda.**

Publicamos conhecimento

Editor: Manuel Robalo

R. Cidade de Manchester, 2

1170-100 Lisboa

Tel.: 218130345

e-mail: [silabo@silabo.pt](mailto:silabo@silabo.pt)

[www.silabo.pt](http://www.silabo.pt)

# Índice

Prefácio	9
----------	---

## Capítulo 1

---

### **Avaliação de Investimentos Reais**

<b>Teoria</b>	13
1. Introdução	13
2. Projectos de Investimento	13
3. <i>Cash Flows</i>	14
4. Taxa de Desconto	20
5. Critérios de Avaliação de Investimentos Reais	23
6. Investimentos Reais com Vidas Diferentes	26
7. Opções Reais	28
8. Análise de Risco	29
9. Anexo – Betas por Sector de Actividade	32
<b>Casos</b>	35

## Capítulo 2

---

### **Fontes de Financiamento de Longo Prazo**

<b>Teoria</b>	115
1. Introdução	115
2. Capitais Próprios	116
2.1. Capital Inicial, Autofinanciamento e Aumentos de Capital	116
2.2. Vantagens e Inconvenientes da Abertura do Capital	117
2.3. <i>Private Equity Market</i> : Capital de Risco	119

3. Capitais Alheios	121
3.1. Empréstimo Bancário	121
3.2. <i>Leasing</i>	123
3.4. Empréstimo Obrigacionista	127
3.5. Empréstimo Externo	129
3.6. <i>Project Finance</i>	130
<b>Casos</b>	133

### Capítulo 3

## Estrutura de Capital e Política de Dividendos

<b>Teoria</b>	169
1. Teorema de Modigliani Miller: Irrelevância da Estrutura de Capital	169
2. Teorema de Modigliani-Miller com Impostos sobre Lucros	173
3. Limites à Utilização de Dívida	176
4. Avaliação de Investimentos Reais com Dívida	180
5. Política de Dividendos	184
6. <i>Executive Stock Options</i>	191
7. <i>Warrants</i> e Convertíveis	192
8. Anexo – Estimação da taxa de desconto ajustada ao risco dos <i>cash flows</i>	194
8.1. A taxa de juro sem risco	194
8.2. Estimação dos Betas	196
8.3. Prémio de risco do mercado accionista	198
8.4. Risco de crédito	198
8.5. Taxa de imposto sobre lucros e pesos relativos da dívida e do capital próprio	199
<b>Casos</b>	201

### Capítulo 4

## Planeamento Financeiro de Longo Prazo

<b>Teoria</b>	245
1. Fases de Elaboração	245
2. Metodologia de Elaboração das Demonstrações Financeiras	246
<b>Casos</b>	249

## **Avaliação de Empresas**

<b>Teoria</b>	289
1. Introdução	289
2. Modelo do <i>Discounted Cash Flow</i> (DCF) – <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	289
3. Modelo do <i>Economic Value Added</i> (EVA)	296
4. Avaliação por Múltiplos	302
<b>Casos</b>	305

## **Gestão Financeira de Curto Prazo**

<b>Teoria</b>	331
1. Gestão de Disponibilidades	331
2. Aplicações Financeiras de Curto Prazo	332
3. Gestão de Clientes	337
4. Fontes de Financiamento de Curto prazo	338
<b>Casos</b>	345



# Prefácio

A elaboração de um livro de casos de finanças empresariais foi um projecto que teve origem no âmbito da leccionação da disciplina de Gestão Financeira nas Licenciaturas da Escola de Gestão do ISCTE-IUL. Assim, surgiu a 1ª e a 2ª edição do livro *Gestão Financeira – Casos Práticos*. A sua excelente aceitação por parte dos utilizadores, reflectida na sua elevada procura, deu origem a dois volumes separados. Este, que o leitor tem entre mãos, versando sobre as Finanças da Empresa, e um outro centrado na temática dos Instrumentos e Mercados Financeiros.

A ideia base da elaboração deste livro de Finanças Empresarias sempre foi, e continua a ser, a de organizar, estruturar e divulgar o contínuo trabalho criativo que, ano após ano, se realiza no âmbito de uma temática cuja dimensão prática é relevante. Esta dimensão prática (necessária quer na preparação de casos e exercícios, quer no material pedagógico a utilizar nas aulas e na elaboração de testes e exames, quer, ainda, na utilização por parte dos profissionais do sector), tem vindo a determinar uma grande dinâmica no que diz respeito à actualização de conceitos que reflectem os avanços do conhecimento na área científica de finanças (introdução de novas metodologias, instrumentos e técnicas mais sofisticadas de análise) e impôs uma revisão mais profunda da presente edição, agora mais extensa, com a inclusão de novos casos práticos e algumas outras reformulações.

Independentemente das alterações agora introduzidas, a ideia base, presente desde a primeira edição deste livro, mantém-se: a de enquadrar teoricamente os casos práticos, através de um conjunto de notas teóricas que precedem os casos de cada capítulo do livro, contribuindo para uma melhor formalização e explicitação de conceitos e uma maior unidade organizativa de cada capítulo. Por forma a que o livro possa representar um instrumento de trabalho válido para os seus potenciais utilizadores, os casos práticos são acompanhados pela respectiva resolução sem, no entanto, deixar-se de sublinhar que as mesmas não são fechadas, tendo subjacente opções teóricas e práticas que não são naturalmente universais nem indiscutíveis, bem como as diversas simplificações da realidade financeira que retratam, visando uma melhor e mais pedagógica interpretação das situações, das técnicas e dos instrumentos de análise. Refira-se, no entanto, que não tem sido nossa preocupação seguir escrupulosamente uma linguagem contabilística rigorosa, mas, antes, uma linguagem de carácter mais financeiro e identificada com a prática dos profissionais



do sector cujas construtivas observações nos têm feito chegar e que, obviamente, muito agradecemos.

O livro está dividido em seis capítulos: o primeiro aborda a temática da avaliação de investimentos reais, englobando a análise de diversos tipos de projectos de investimento. O segundo capítulo trata das decisões de financiamento e analisa as diversas alternativas de financiamento de longo prazo. O terceiro capítulo aborda ainda a decisão de financiamento, mas numa perspectiva de análise da escolha da *mix* óptimo entre capital próprio e dívida, da selecção da política óptima de dividendos, da interacção entre a decisão de investimento e financiamento e ainda da estimação do custo do capital. O quarto capítulo versa sobre as implicações e interacções das decisões de investimento e de financiamento e na elaboração de documentos financeiros previsionais. O quinto capítulo apresenta as modernas técnicas de avaliação de negócios e de empresas, tais como o *discounted cash flow* e *economic value added*. Finalmente, o sexto capítulo aborda a gestão de tesouraria, nomeadamente a comparação de alternativas de aplicações financeiras e financiamentos de curto prazo e a gestão de disponibilidades e clientes.

Esta breve nota prévia ficaria incompleta sem uma merecida referência a todos os colegas docentes que nestes últimos anos colaboraram na cadeira de Finanças da Empresa da Escola de Gestão do ISCTE-IUL e que muito contribuíram para a formulação e evolução do seu programa, conteúdos e materiais pedagógicos. Este livro é em boa parte o reflexo dessas contribuições e múltiplas competências. Agradecemos, assim, a participação da Ana Paula Cabrera, António Amaral, António Noras Silvério, Carlos Gonçalves, Eduardo Correia, João Martins, José Furtado e Vasco Barroso Gonçalves.

Uma referência muito especial é devida também ao António Barbosa, António Freitas Miguel, António Vilela, João Abrantes Costa, João Miguel Lourenço, João Rosário e Rui Alpalhão, docentes que ao longo dos anos têm vindo a leccionar as disciplinas de Gestão Financeira II e de Finanças da Empresa, cuja análise crítica aos materiais e preciosos contributos na elaboração de alguns dos capítulos que o constituem, possibilitaram uma significativa melhoria na qualidade técnica e pedagógica da presente edição.

Finalmente, um agradecimento e uma merecida referência aos alunos da Escola de Gestão do ISCTE-IUL que em muito têm vindo a contribuir para a contínua melhoria dos conteúdos que integraram as várias edições deste livro.

*Luís Oliveira  
Pedro Leite Inácio*

Lisboa, 30 de Dezembro de 2019

Capítulo 1

# **Avaliação de Investimentos Reais**



# Teoria

## 1. Introdução

Um investimento, em activos financeiros ou em activos reais, consiste numa aplicação de recursos com o objectivo da sua recuperação integral e a obtenção de um excedente financeiro. Um projecto de investimento consiste num investimento em activos reais (ou capital fixo), corpóreos ou incorpóreos (tangíveis ou intangíveis).

A avaliação económica de um projecto de investimento consiste, muito simplesmente, em identificar todos os fluxos financeiros (*cash flows*) gerados pelo projecto, aplicando posteriormente um conjunto de metodologias de avaliação que nos permitem avaliar se o projecto é ou não economicamente viável.

## 2. Projectos de Investimento

Os projectos podem ser classificados em projectos de raiz (criação de uma empresa) *versus* projectos integrados numa empresa. Um projecto integrado numa empresa pode ser classificado consoante o seu objectivo em projecto de expansão (origina um aumento da capacidade produtiva), substituição (pressupõe a manutenção da capacidade produtiva) ou inovação (origina novas áreas de negócio).

A implementação de um projecto de investimento engloba diversas fases: pré-investimento, investimento (aquisição e/ou construção dos activos fixos) e exploração (que pode ainda ser sub-dividida em período de arranque e de cruzeiro).

Eventualmente, poderá considerar-se também a fase de desinvestimento, quando se admita a venda dos activos fixos e à recuperação do *working capital*, depois de se atingir o final da vida útil do projecto, pelo seu valor venal ou pelo seu valor líquido contabilístico. Em alternativa pode-se considerar como valor residual o valor de continuidade, admitindo-se então que o projecto tem uma duração infinita.

### 3. Cash Flows

#### Conceito

O *cash flow*<sup>1</sup> resulta de confrontarmos os fluxos de entrada (*cash inflow*) com os fluxos de saída (*cash outflow*). O *cash flow* de um projecto de investimento engloba as seguintes componentes: investimento em capital fixo (*capital expenditures*, *Capex*), *operational cash flow*, investimento em *working capital* e valor residual (activo fixo e *working capital*):

$$\text{Cash Flow} = \text{Operational Cash Flow} + \text{Valor Residual} - \\ - \text{Capex} - \text{Investimento em Working Capital}$$

No cálculo do *cash flow* não consideramos os encargos financeiros com dívida. Este constitui um procedimento comum na análise de projectos de investimento. Primeiro, procedemos à análise do projecto numa óptica de viabilidade económica assumindo que é integralmente financiado com capital próprio (logo não existem encargos financeiros). Posteriormente, incluem-se os efeitos resultantes do projecto ser na realidade financiado, geralmente, com capital próprio e dívida (*vide* capítulo 3).

#### Princípios de Determinação dos Cash Flows

Na determinação do *cash flow* de um projecto de investimentos devem-se considerar os seguintes princípios gerais: óptica de tesouraria e óptica incremental.

---

(1) O caso 1.1 ilustra de uma forma clara o apuramento do *cash flow* de um projecto de investimento e a elaboração dos diferentes mapas indispensáveis a este apuramento, bem como o cálculo da taxa de actualização e a aplicação dos critérios de avaliação mais à frente enunciados.

**Óptica de Tesouraria**

Os *cash flows* devem reflectir as entradas e saídas de dinheiro, *i.e.* recebimentos e pagamentos e não os proveitos (créditos ou rendimentos) e custos (gastos) que correspondem ao princípio de especialização do exercício.

**Óptica Incremental**

Ao analisar a viabilidade de um projecto, terão de ser considerados todos os *cash flows* incrementais, ou seja todos os *cash flows* que resultam da implementação do projecto. Quando o projecto se insere numa empresa já em laboração, teremos que apurar a diferença entre o *cash flow* da empresa após e antes da realização do projecto (caso 1.2). Numa óptica incremental devemos ignorar *sunk costs*, incluir custos de oportunidade e incluir efeitos derivados.

**Sunk Costs**

São custos que ocorreram no passado e que não podem ser alterados quer se aceite ou rejeite o projecto de investimento. Suponhamos que uma empresa está a lançar um novo produto e que, no ano anterior, pagou a uma empresa para fazer um estudo de mercado. O custo deste estudo de mercado deverá ser tido em conta na avaliação do projecto de investimento? Não, pois a empresa quer realize ou não este investimento, o custo do estudo não é recuperável visto que já está pago (caso 1.19). Os custos irre recuperáveis não são *cash flows* incrementais.

**Custos de Oportunidade**

Os custos que decorrem da utilização de um determinado recurso devem ser considerados ainda que não impliquem uma saída de fundos. Por exemplo, uma empresa tem um armazém vazio que pode arrendar ou vender e, como está a lançar um novo produto, decide utilizá-lo para aí instalar a sua linha de fabrico. Ora, se o armazém vai ser utilizado para o novo produto, não poderá ser arrendado ou vendido. Então, o valor do arrendamento ou da venda terá de ser incluído no *cash flow* do projecto. É um custo de oportunidade porque ao utilizar o armazém a empresa perde outras oportunidades de o rentabilizar.

Caso alguns investimentos realizados no passado tais como os estudos e projectos associados à fase de pré-investimento tenham valor venal (ou seja, quando se pode estimar um valor de venda destes investimentos a terceiros), então deverá considerar-se o custo de oportunidade decorrente da perda da possibilidade da sua venda a terceiros. Note-se que não se deve nunca considerar as verbas efectivamente despendidas nestes estudos e projectos, visto que as mesmas constituem um *sunk cost*, tal como atrás referido.

### Efeitos Derivados

A realização de um projecto integrado numa empresa pode dar origem a impacto positivo (no caso de complementaridades e/ou sinergias) ou impacto negativo noutras áreas de negócios (canibalização de outros produtos/serviços). Por exemplo, se o lançamento de um novo produto concorre directamente com outros produtos da empresa, há que considerar não só o fluxo positivo que resulta das vendas do novo produto, mas também a quebra que irá provocar nas vendas dos produtos já existentes.

### Vida Útil do Projecto

Os *cash flows* têm que ser projectados durante a vida útil do projecto (designado por  $n$  anos). A escolha da vida útil do projecto depende fundamentalmente da área de negócio e da respectiva duração do ciclo de vida do negócio. A regra deverá ser de elaborar projecções até o projecto atingir a estabilidade do negócio, geralmente designado de período de cruzeiro. Ao atingirmos a vida útil do projecto assume-se a liquidação dos activos (*vide* valor residual) ou a sua continuidade (*vide* valor de continuidade).

### Capital Expenditures (Capex)

Despesas efectuadas em activo fixo (compra de equipamentos, construção e aquisição de instalações) e todo o conjunto de despesas associadas à implementação do projecto (despesas de instalação, recrutamento e formação do pessoal, etc.) – e eventuais receitas que lhe possam ser imputadas (subsídios para a criação de postos de trabalho, etc.).

### Operational Cash Flow

Diferença entre recebimentos e pagamentos de exploração, ou seja não inclui amortizações que constituem um custo de exploração mas não correspondem a um pagamento. Assume-se que não existem encargos financeiros, *i.e.* a análise económica de projectos de investimento considera que o projecto é totalmente financiado por capitais próprios (os efeitos da decisão de financiamento são incorporados numa fase posterior). Assumindo que o imposto sobre o lucro é pago no ano a que diz respeito:

$$\text{Operational Cash Flow} = \text{EBIT} (1 - t) + \text{Amortizações}$$

$$\text{Operational Cash Flow} = \text{EBITDA} (1 - t) + \text{Amortizações} \times t$$

Onde EBIT se refere aos Proveitos ou Rendimentos Operacionais menos Despesas ou Gastos Operacionais, que se pode também designar por Resultado Operacional; EBITDA designa os Proveitos ou Rendimentos Operacionais menos Despesas ou Gastos Opera-

cionais mais Amortizações do Exercício ou Gastos de Amortização ou Depreciação; e Amortizações designa as amortizações do exercício (ou gastos de amortização ou depreciação, ou por vezes também designadas por reintegrações).

Enquanto a primeira fórmula é de cálculo mais rápido, a segunda tem a vantagem de explicitar melhor os fundamentos do *cash flow* operacional, visto que explicita e quantifica as economias fiscais (*tax shields*) decorrentes das amortizações. Assim sendo resulta claro que as amortizações apenas são relevantes quando produzem economias fiscais, logo terão de ser aceites fiscalmente e pressupõe-se na fórmula que deverão ocorrer no próprio ano em que são registadas, o que pressupõe que o resultado operacional seja positivo, o que nem sempre acontece (*vide* caso 1.1).

*Working Capital* Excesso de necessidades financeiras de exploração relativamente a recursos financeiros de exploração (*vide* caso 1.1).

Valor Residual Este valor pode ser determinado segundo duas ópticas alternativas. Assumindo a liquidação da empresa sendo neste caso o valor a considerar designado de valor de liquidação do activo fixo e *working capital* no final da vida do projecto, *i.e.* o valor obtido com a venda dos activos. É comum para os activos fixos assumir que este valor coincide com o valor líquido contabilístico (valor de aquisição deduzido de amortizações acumuladas) e para o *working capital* assumir o valor contabilístico.

Este pressuposto tem a vantagem de não se traduzir na realização de quaisquer mais ou menos valias, as quais teriam em princípio implicações fiscais. Pode admitir-se que o valor de liquidação dos activos seja diferente do seu valor contabilístico, nessa altura poderá haver uma mais-valia (quando o valor de liquidação for superior), a qual originará um aumento de imposto (visto que as mais-valias acrescem à matéria colectável), ou a uma menos valia (quando o valor de liquidação for inferior ao valor líquido contabilístico), nessa altura poderá haver lugar a uma redução de impostos, caso haja matéria colectável suficiente para absorver a referida menos valia.



O propósito deste livro foi o de organizar e divulgar o contínuo trabalho criativo que ano após ano se realiza numa disciplina em que a dimensão prática é relevante, como é o caso das Finanças da Empresa leccionada nas licenciaturas da Escola de Gestão do ISCTE-IUL. Este livro engloba fundamentalmente os casos práticos e respectivas resoluções como forma de apresentar os conceitos mais relevantes e as técnicas mais utilizadas na gestão financeira das empresas. No entanto, o livro não se esgota nos casos práticos, pois estes são precedidos de um conjunto de notas teóricas que procuram contribuir para uma melhor formalização e explicitação de conceitos. Assim, procuramos abordar e analisar todas as principais decisões financeiras da empresa: análise de projectos de investimento, selecção de fontes de financiamento de longo prazo, escolha do *mix* óptimo de dívida e capital próprio e política de distribuição de resultados. Abordam-se ainda outras temáticas, tais como o planeamento financeiro, a avaliação de empresas e a gestão de tesouraria

A remuneração dos autores resultantes das vendas deste livro reverte a favor da Liga Portuguesa Contra o Cancro.

# Finanças da Empresa

Teoria  
e Prática

**ANTÓNIO GOMES MOTA** é licenciado em gestão pelo ISCTE, MBA pela UNL e doutor em Gestão pelo ISCTE. Possui um vasto *curriculum* de gestão executiva e não executiva e consultoria a empresas dos mais diversos sectores de actividade. Mais recentemente desempenhou funções de administrador não executivo em relevantes empresas nacionais como a CIMPOR, EDP e CTT. É presidente do Instituto Português de Corporate Governance. É autor de vários livros nas áreas das finanças da empresa e dos investimentos e mercados financeiros.

**CLEMENTINA DÁMASO BARROSO** é Professora Associada convidada da ISCTE Business School. É doutora em Gestão Empresarial Aplicada e licenciada em Gestão pelo ISCTE-IUL. Tem leccionado cadeiras na área de finanças em vários programas do 1º e 2º ciclos. No âmbito da actividade universitária, foi directora das licenciaturas em Gestão e em Finanças do ISCTE-IUL e directora geral do INDEG/ISCTE. É Revisor Oficial de Contas (ROC). Presentemente é Administradora não-executiva e membro da Comissão de Auditoria do Banco CTT S.A., Membro independente do Conselho Geral e de Supervisão da EDP S.A., Presidente da Mesa da Assembleia Geral da Science4you S.A. Co-autora dos livros: *Investimentos Financeiros* e *Introdução às Finanças*.

**JOÃO PEDRO NUNES** é doutor em Finanças pela Universidade de Warwick, possui um mestrado em Economia pelo ISEG e é licenciado em Gestão pelo ISCTE. É professor catedrático no ISCTE e co-director do mestrado em Matemática Financeira do ISCTE e da FCUL. As suas áreas privilegiadas de investigação abarcam a avaliação de opções, o risco de crédito e os modelos estocásticos de taxas de juro, possuindo publicações científicas em diversos jornais académicos, tais como no *Mathematical Finance*, *EJOR*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Journal of Banking and Finance*, *Applied Mathematics and Optimization*, *Review of Derivatives Research* e *Journal of Derivatives*.

**LUIÍS OLIVEIRA** é Professor Auxiliar da ISCTE Business School. No âmbito da actividade universitária é coordenador da disciplina de Finanças da Empresa. Desenvolveu uma actividade extra-universidade no sector bancário e na Bolsa de Valores de Lisboa.

**MIGUEL ALMEIDA FERREIRA** é Professor Catedrático da Nova School of Business and Economics (Nova SBE) e titular da cátedra Banco BPI em Finanças. É também *research associate* do European Corporate Governance Institute (ECGI) e do Center for Economic Policy Research (CEPR). É doutor em Finanças pela University of Wisconsin-Madison, mestre em Economia pela Universidade Nova de Lisboa e licenciado em Gestão pelo ISCTE-IUL. Ensina actualmente *corporate finance* nos programas de licenciatura, mestrado e formação de executivos da Nova SBE. Também tem uma vasta experiência como perito judicial e consultor de empresas, bancos e agências governamentais internacionais. As suas áreas de investigação são *corporate finance*, *corporate governance* e *asset management* tendo os seus trabalhos sido publicados em revistas académicas internacionais incluindo o *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Review of Finance* e *Review of Financial Studies*. Recebeu várias bolsas e prémios de investigação de entidades internacionais e nacionais incluindo o European Research Council (ERC) e a Fundação para a Ciência e Tecnologia (FCT).

**PEDRO LEITE INÁCIO** é licenciado em Organização e Gestão de Empresas (primeiro curso) pelo ISCTE, parte escolar do mestrado/MBA da UNL (primeiro curso), DEA Sciences de Gestion pelo IAE de Bordéus, doutor em gestão com especialização em finanças pelo ISCTE. Docente do ISCTE desde o ano lectivo 1977/1978, actualmente com a categoria de Professor Auxiliar. A sua área de interesse principal é a Análise e Avaliação de Empresas. Foi formador e director de cursos no CIFAG, CEMAF e INDEG. Foi fundador do Audax e da Science4You. Foi analista de projectos na Petroquímica e Gás de Portugal, assessor do Conselho de Administração dos grupos Sina e Fipar e *Head of Research* da NCO Dealer.

ISBN 978-989-561-037-2



9 789895 610372