



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

Editorial



Professor Arménio Breia e Professora Maria Carlos Annes

“Imagine all the people”

Numa época de algum ceticismo e desencanto com uma parte do mundo empresarial, político, financeiro provocado pelos “Panama Papers”, pensamos ser importante pedir “emprestado” o tema musical que dá o título a este editorial. São de facto muitas as pessoas que contribuem

decisivamente para um mundo melhor e é dessas que queremos falar e dedicar este editorial.

Entre esse grupo de pessoas estão muitos alunos e professores do ISCAL, na sua longa história. As muitas histórias de sucesso enchem-nos de orgulho quando olhamos para trás e sobretudo quando queremos projetar o futuro.

No caso do Curso de Finanças Empresariais nesta nova etapa (primeiro ano após a reestruturação), não obstante as inúmeras dificuldades, gostaríamos de agradecer a todos os que participaram ativamente – professores, alunos, funcionários – pelo que consideramos serem indicadores de sucesso: acreditação do curso, melhoria do nível de sucesso académico, continuidade do reconhecimento do mercado.

A qualidade é um processo continuado, resultado de uma equipa, pelo que consideramos que a história e os sucessos obtidos são, no essencial, um impulso para o futuro... ou, adaptando Aristóteles:

“Seremos aquilo que fizermos consistentemente, pelo que a excelência não é um ato mas sim um hábito”

Continuamos a contar com todos na construção do futuro (“value chain”).

A Direção

Maria Carlos Mourato Annes

Arménio Fernandes Breia



Notícias

- O Professor Paulo Horta concluiu o seu Pós-Doc em "Análise da estrutura de dependência entre o sentimento dos investidores e os retornos acionistas de mercados europeus".
- O Professor Domingos Cristóvão obteve o título de Especialista em Finanças, ao abrigo da alínea b) do artigo 4º do Despacho nº 1696/2010, de 25 de Janeiro e do Decreto-lei nº 206/2009, de 31 de Agosto.

A Direção dá os parabéns a estes professores da Licenciatura em Finanças Empresariais

Índice

Análise e avaliação de investimentos reais - princípio da aditividade do valor	3
“As jóias da coroa” (ou endividamento versus sustentabilidade de algumas empresas)	8
A rotação das sociedades de auditoria (Parte II)	15
O maquiavélico mercado de capitais	26

Ficha Técnica:

Coordenação: Direção do Curso de Finanças Empresariais

Redatores: Professor Domingos Cristóvão Professor Arménio Breia

Mestre André Melo

Professor Vitor Massena

Assessor de Coordenação: Professor Cândido Peres

Monitora Ana Borlido

Monitor André Tomé



Análise e avaliação de investimentos reais - princípio da aditividade do valor



Professor Domingos Cristóvão

VAL (Valor Atual Líquido) é, de acordo com Menezes (2003), um método atuarial ou científico de avaliação de projetos de investimento, i.e., um método quantitativo que considera o valor do dinheiro no tempo (*Time Value of Money* (TVM)).

O método do VAL utiliza todos os *cash-flows* do projeto, atualiza-os ao custo de oportunidade do capital, permite selecionar a partir de um conjunto de projetos mutuamente exclusivos o que maximiza o

valor para o investidor e confere aos gestores condições para considerarem o projeto sem necessidade de o abordar num conjunto de possíveis combinações com outros.

Estas qualidades fazem do VAL um método de avaliação que proporciona valiosa informação para a tomada de decisão de investimento: calcular o VAL permite saber se o projeto vale mais do que custa.

De facto, o racional de um investimento sob o ponto de vista meramente económico tem por base a criação de valor, i.e., a obtenção de um benefício que supere o custo do financiamento requerido.

Um investidor deseja riqueza e intenta conseguí-la o mais cedo possível e, obviamente, sob condições de menor risco. Observemos as seguintes equações:

$$[1] \quad VAL@r = -I + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{VR}{(1+r)^n}$$

Valor de um projeto de investimento na fase de concepção, no momento da decisão de investir.

$$[2] \quad VE@r = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{VR}{(1+r)^n}$$

Valor de um projeto de investimento na fase de empresa, em funcionamento.

$$[3] \quad VE@r = \frac{VR}{(1+r)^n}$$

Valor de um projeto de investimento na fase de empresa, em estado de inatividade.



O valor de uma empresa ou de um projeto de investimento (adiante designado só por projeto) depende diretamente do seu potencial de geração de *cash-flow* e encontra-se negativamente relacionado com a taxa r (custo do capital). Note-se que o valor depende sempre de expectativas (futuro!) e o passado dificilmente será mais do que uma ajuda para a formulação daquelas. Uma empresa inativa não tem valor a não ser o de

liquidação dos seus ativos: valor residual (VR) do investimento (I).

O valor das empresas aumenta com a realização de novos projetos e deverá ser, de acordo com a aditividade do valor, igual ao valor da empresa mais o valor atual de cada novo projeto, ou seja, o todo, a empresa mais o projeto, é igual à soma das partes conforme a equação 4.

[4]	$\text{Valor de } (A + B) = \text{Valor de } A + \text{Valor de } B$
-----	--

No entanto, os projetos em fase de execução não estão, em geral, imunes de efeitos que derivam da implementação de novos projetos, e.g., diminuição / aumento das vendas previstas nos antigos projetos. São os efeitos de canibalização e de halo¹ aplicado

ao mundo empresarial.

Tais e outros efeitos podem ser simbolizados através das seguintes falsas-igualdades:

[5]	$2 + 2 = 5$	<i>Sinergias (positivas), efeito de halo e outros ...</i>
-----	-------------	---

[6]	$2 + 2 = 3$	<i>Sinergias negativas, efeito de canibalização e outros ...</i>
-----	-------------	--

O princípio da aditividade, que decorre da lei da conservação do valor,² permite que cada projeto possa ser apreciado pelo seu próprio mérito e selecionado na condição de gerar VAL positivo optando-se, perante a hipótese de seleção entre vários projetos

mutuamente exclusivos, pelo que apresentar VAL maior.

Este princípio está contido no significado da seguinte igualdade:

[7]	$2 + 2 = 4$	<i>O valor da empresa corresponde à soma dos valores dos projetos que a constituem.</i>
-----	-------------	---



Em conformidade, os *cash-flows* da empresa, após decisão de implementar um novo projeto, deverão corresponder à soma dos *cash-flows* da empresa sem o projeto com os *cash-flows* do projeto: daqui resulta que os *cash-flows* do projeto sejam estimados na perspetiva incremental ou dos *cash-flows* diferenciais.

Na prática, não é razoável estimarem-se os *cash-flows* da empresa com projeto e sem projeto a fim de que por diferença se obtenham os *cash-flows* do projeto. Assim, a ótica incremental traz à abordagem novos conceitos: custos irrecuperáveis, custos de oportunidade e efeitos derivados.

Custos irrecuperáveis

Sunk costs, na terminologia anglo-saxónica, são custos, em geral passados, que não são anuláveis independentemente do sentido da decisão de investir. Por exemplo, o custo de um estudo de mercado para determinar o grau de aceitação de um produto: tal estudo pode ser a causa de um projeto mas nunca uma consequência da implementação do mesmo. Note-se que no caso de rejeição do projeto o custo será, todavia, um facto inalterável. Estes custos não têm alternativa!

Como são custos que já não podem modificar fluxos monetários futuros das empresas

também não devem interferir nos processos decisórios devendo, portanto, ser ignorados aquando da previsão dos *cash-flows* dos projetos. O fenómeno de teimosia irracional do tomador de decisão com o compromisso com custos perdidos é conhecido por “Efeito Custo Afundado”.

Este fenómeno encontra paralelo nos comportamentos associados ao feito de se ingerir uma refeição insípida e de valor nutricional duvidoso só porque já foi paga ou de se continuar a assistir a um mau filme pela mesma razão.

Custos de oportunidade

Correspondem a ganhos que a empresa deixará de realizar quando desloca para o projeto alguns dos seus ativos atuais. Menciono o exemplo clássico de um armazém que a empresa pode afetar às atividades do projeto ou, alternativamente, arrendar por uma certa quantia anual. No entanto, a utilização de equipamento subaproveitado para o qual a empresa não disponha de uma oportunidade de utilização com um ganho previsto, havendo algum tipo de custo, este, não deve ser imputado ao projeto pois não depende da decisão de investir e, por tal, nem se extinguiria na hipótese do projeto não ser implementado.



Efeitos derivados

Também conhecidos por efeitos colaterais ou externalidades, referem-se aos impactos do projeto nas atividades existentes, podendo ocorrer situações de complementaridade ou de concorrência das quais resultam fluxos de caixa positivos e negativos, respetivamente. Admitamos um projeto para lançar um novo produto que possa levar os seus consumidores a adquirirem também outro produto comercializado pela empresa: na verdade nem sempre o facto gerador de fluxos de caixa é o próprio projeto.

Vimos custos que, independentemente da

implementação ou não do projeto, não deixarão de o ser. Vimos ganhos gerados por meios existentes na empresa que, perante a hipótese destes serem deslocados para o projeto, cessarão. Vimos outros impactos positivos e negativos nos *cash-flows* dos projetos em execução, ou seja, nos *cash-flows* da empresa.

Vimos situações que mister será conhecer sob pena de não se determinar com rigor conceptual e gerar distorções nos *cash-flows* dos projetos que, por se tratar de previsões, contêm já uma dose de incerteza.

Notas

- 1 Efeito de halo ocorre quando um consumidor é levado a adquirir um produto por ter tido uma experiência favorável com outro produto do mesmo fabricante.
- 2 Em finanças fala-se da lei da conservação do valor tal como se fala da lei da conservação da matéria ou da lei da conservação da energia, em física.

Equações

- [1] Valor Atual Líquido de um projeto de investimento descontado à taxa de custo do capital r .
- [2] Valor de uma empresa pelo método dos *cash-flows* descontados (DCF- *Discounted Cash Flow*) à taxa de custo do capital r .
- [3] Valor de uma empresa ou área de negócio descontinuada. A ocorrer no momento presente o fator de atualização é neutro se $n = 0$.



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

- [4] Equação funcional do valor de uma empresa com dois ativos (o A e o B).
- [5] e [6] Equações que simbolizam a negação da lei da conservação do valor (efeitos positivos e negativos).
- [7] Equação que simboliza a conservação do valor (equivalente à equação 4).

Bibliografia

ARKES, H. R.; BLUMER, C. The psychology of sunk-cost. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, v. 25, p. 124-140, 1985.

Berk, Jonathan; DeMarzo, Peter - *Corporate Finance*, 3.^a Ed. New Jersey: Pearson Education, 2013. ISBN 978-0-13-314503-8.

Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J. - *Fundamentos de Investimentos* - 3.^a Ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. ISBN 85-7307-540-6.

Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C; Allen, Franklin - *Princípios de Finanças Empresariais*, 8.^a Ed. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 2006. ISBN 978-84-481-6085-2.

Damodaran, Aswath - *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons INC, 2012. ISBN 978-111-80-1152-2

Esperança, José Paulo; Matias, Fernanda - *Finanças Empresariais*. Lisboa: Publicações D. Quixote, 2005. ISBN 978-972-20-2764-6.

Menezes, H. Caldeira - *Princípios de Gestão Financeira* - 9.^a Ed. Lisboa: Editorial Presença, 2003. ISBN 978-972-23-1403-3

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey - *Corporate Finance*, 7.^a Ed. New York: Mc Graw-Hill/Irwin 2005. ISBN 0-07-296371-9.

“As jóias da coroa” (ou endividamento versus sustentabilidade de algumas empresas)



Professor Arménio Breia

Com o surgimento da nova legislação europeia sobre a revisão legal de contas, materializada pela Diretiva 2014/56/UE Há efetivamente “uma linha que separa” as empresas viáveis das outras?

Na tentativa de encontrar algumas respostas convém recordar que a sustentabilidade é um conceito associado ao futuro, nomeadamente “capacidade de gerar excedentes de exploração que permitam solver os compromissos futuros e remunerar os capitais investidos”.

A sustentabilidade é pois a expectativa de continuidade (“going concern”) em condições normais (face ao histórico e às expectativas).

É importante perceber as limitações de alguns indicadores como autonomia financeira, solvabilidade ou endividamento. Estes rácios, calculados com base no balanço numa determinada data refletem uma visão estática, pelo que devem ser complementados com a análise da rentabilidade (com base em resultados sustentáveis, expurgados de resultados extraordinários não recorrentes).

Existe um “patamar mínimo” de viabilidade associado à capacidade de gerar resultados de operação (EBIT) positivos.

Operações associadas a aumentos de capital, conversão do passivo, perdão da dívida, só terão efeitos na estrutura de capital e gastos financeiros, pelo que resultados de exploração negativos continuarão a verificar-se enquanto não forem efetuadas alterações na operação corrente (melhoria das vendas e/ou redução dos gastos de estrutura e melhoria dos níveis de produtividade).

O EBITDA, pela aproximação ao conceito de cash flow operacional estará muitas vezes associado ao “limiar de sobrevivência”, sendo relacionado com o passivo remunerado e serviço da dívida.



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

Algumas curiosidades (base 2014):

- cerca de 50% das cotadas (Portugal PSI geral) tem passivo remunerado (bancário e equiparado) superior a 5 vezes o EBITDA;
- no Reino Unido esta percentagem é de cerca de 10%, em Espanha 30% e, mesmo na Grécia cerca de 40%;
- mais de 30% das empresas cotadas apresentam resultados negativos, de forma sistemática e, muitas vezes, com resultados de operação (antes de gastos financeiros) já negativos;
- está neste último caso uma das “ex-estrelas” do mercado – Martifer; entrada no mercado em 2007, e que apresenta a partir de 2009 resultados operacionais negativos.

Claro que citando mais uma vez Tom Peters: **“resultados excelentes podem não ser sinónimo de excelência; podem durar pouco e não ser sinal de uma gestão superior”**.

Empresas com **prejuízos recorrentes** e sistemáticos, em muitos casos antes dos custos de financiamento, mas com **mensagens de otimismo** ano após ano nos relatórios de gestão, faz inevitavelmente lembrar uma história chinesa sobre o sábio e a rã:

- “cortando uma pata à rã e mandando-a saltar esta salta;
- idem para 2 e 3 patas;
- cortando as 4 patas à rã e mandando-a saltar já não salta!
- conclusão: rã surda não salta !!!”

Questão provocatória: **quantos anos de resultados operacionais negativos pode aguentar uma empresa?**

Claro que “a capacidade de resistência” depende de alguns aspetos, nomeadamente:

- autonomia/solvabilidade quando se inicia a “queda”;
- dependência maior ou menor de fatores externos;
- nível de concentração do endividamento (elevado endividamento pode “facilitar” a aceitação pelos credores de operações de “reestruturação”/conversão de passivo em capital social).

O resultado de algumas análises pode piorar significativamente se considerarmos alguns **condicionantes contabilísticos** relevantes.

A título meramente ilustrativo:

- inclusão nos resultados operacionais de **valores extraordinários** como mais ou menos valias, variações de “justo” valor, indemnizações; estes valores não repetíveis não devem ser considerados quando se procuram identificar os resultados sustentáveis (futuros);
- promiscuidade entre contabilidade e fiscalidade, nomeadamente pela **utilização de critérios fiscais** de depreciação de ativos (uma viatura ligeira, na maior parte das empresas é depreciada em 4 anos, sendo difícil de defender que o seu valor no final do quarto ano é zero!).



- ativos que poderão não corresponder a valores recuperáveis/realizáveis como o **goodwill** (em termos simplistas a diferença entre o valor pago por uma participação financeira e o “justo valor” dos ativos/passivos adquiridos).

Claro que discrepâncias entre normas nacionais e internacionais e a oscilação destas ao longo dos anos, muitas vezes influenciadas por grupos de pressão, dificulta ainda mais a análise das empresas.

Alguns exemplos:

- **capital social refletido no balanço** – SNC em 2010 impõe o capital realizado para, a partir de 2016 voltar a adotar o **capital subscrito** (em alguns casos meramente “virtual”);
- **goodwill** – no início da aplicação das normas europeias de consolidação (1991) amortizado até 5 anos, posteriormente não amortizado (apenas sujeito a teste de imparidade) e, a partir de 2016 (SNC) amortizado até 10 anos como regra.

Adicionalmente, alguma **falta de normalização e controlo dos reguladores do conteúdo de alguns relatórios e informação financeira divulgada**, agrava todas as dificuldades de análise ou, citando o título do livro de Miguel Sousa Tavares: “Não se encontra o que se procura”!

Claro que casos como o Grupo Espírito Santo, a PT, o BPN fazem mais lembrar “the dark side of financial statements”.

Análise de alguns casos

A. TAP (Grupo)

A.1– Caraterização da situação (base demonstrações financeiras de 2014)

Valores em milhões de euros

Capital Próprio negativo	512
Passivo	2.072
Resultado Líquido do Exercício (grupo) negativo	85
Resultados Transitados negativos	394
Resultado Operacional	2,5
Goodwill incluído no Ativo	193

A.2 – Notas de enquadramento

- Em 2009 o Capital Próprio do Grupo já era negativo em 204 milhões de euros;
- Os **resultados negativos da operação Brasil** (manutenção) entre 2010 e 2014 totalizaram cerca de 278 milhões de euros;
- Os **resultados negativos da Groundforce** handling aeroportuário totalizaram só entre 2009 e 2011, 83 milhões de euros (em 2012 foi vendida a maioria do capital, registando a empresa lucros (embora inexpressivos) de cerca de 2 milhões de euros em 2013 e 2014;
- A **TAP (Aviação)** registou **resultados positivos entre 2009 e 2013** (total acumulado de cerca de 180 milhões de euros);
- O **goodwill** (193 milhões de euros em 2013 e 2014) apresenta variações pouco relevantes desde 2009 (neste ano cerca de 204 milhões de euros); representa no essencial, diferenças de aquisição da Portugália ao Grupo Espírito Santo em 2006 e da



Manutenção do Brasil (o goodwill neste último caso é de cerca de 130 milhões de euros, **não existindo, segundo o relatório da empresa, indícios de imparidades/perdas, não obstante o historial de prejuízos antes referido;**

A.3 – Análise breve

- O investimento no Brasil, exclusivamente com capital alheio, numa fase em que o Grupo tinha Capital Próprio negativo é, no mínimo, um erro de avaliação;
- As incongruências a nível da operação Groundforce e da gestão e estrutura de custos fica bem evidenciada quando se comparam os resultados negativos desta com os resultados positivos no mesmo período da Portway (operando no mesmo setor de mercado, e até 2012, também detida por capitais públicos);
- Nesta como noutras empresas do setor empresarial do Estado, rácios como o total cost/colaborador poderão ajudar a perceber algumas vertentes do problema (ver Anuários do Setor Empresarial do Estado e artigo noutra newsletter sobre “Value for Money”);
- Taxas de juro com subidas significativas, fruto essencialmente do risco empresa (capitais próprios fortemente negativos e liquidez geral de 38% em 2014!); passagem de 4,8% (2013) para 8% (2014);
- Gastos de pessoal em 2014 de 579 milhões de euros (subida de cerca de 7 milhões face ao ano anterior) e cerca de 13 mil colaboradores; deixamos aos leitores o cálculo e a reflexão

sobre o “total cost” e análise das notas associadas a remunerações, complementos de reforma, prémios de jubilação;

A.4 – Uma espécie (!) de conclusões

- Soluções como conversão de passivo em capital ou aumentos de capital em numerário poderão reduzir gastos financeiros mas mantêm parte substancial do problema operacional (operação historicamente ruínosa no Brasil e gastos de estrutura elevados, com particular ênfase nalgumas estruturas remuneratórias);
- O plano estratégico 2015-2020 do Grupo destaca em primeiro lugar: “renovação e expansão de todas as frotas”; as questões associadas são: com que capitais? A que custo?
- Do volume de negócios de cerca de 2,7 mil milhões de euros, cerca de 98% são absorvidos por rubricas de materiais, fornecimentos e serviços externos (1,8 mil milhões dos quais cerca de 75% assumem características de gastos variáveis) e pessoal (579 milhões de euros); entre algumas coisas difíceis de explicar ao cidadão comum, a empresa (em situação de falência técnica!) garante (!) complementos de pensões de reforma (incluindo a Manutenção Brasil) e, no caso dos pilotos (admitidos até 2007) um prémio de jubilação (mínimo) de 16 vezes o último salário declarado(!).



B. CP – Contas individuais

B.1 - Caraterização da situação (base demonstrações financeiras 2014)

Valores em milhões de euros

Capital Próprio negativo	3.406
Passivo Total	4.376
Resultado Líquido do Exercício negativo	160
Resultados Transitados negativos	5.495

B.2 – Enquadramento e análise breve

- Para além do Passivo representar cerca de 4,5 vezes o Ativo, cerca de 75% deste é constituído por ativos fixos tangíveis, pelo que a “solução” (!) de eventual desinvestimento não é facilmente aplicável (essencialmente material circulante);
- Fundo de maneo fortíssima e sistematicamente negativo mostra a **“renovação continuada dos passivos”** (esta é aliás uma das causas de algum crédito da banca continuar a ser considerado **“vivo” e sem estar em “incumprimento”!!!**);
- **Resultados operacionais sistematicamente negativos** demonstram que, antes de um problema financeiro, existe um problema de exploração que só pode ser resolvido por:
 - melhoria das vendas (pagamento pelos clientes/utilizadores);
 - aumento dos subsídios à exploração (pagos pelos contribuintes e **aumentando o défice do orçamento de estado**);

➢ redução dos gastos de estrutura (onde os gastos de pessoal representam cerca de 40% das vendas + subsídios à exploração;

- **Os resultados operacionais** em 2014 são positivos mas **influenciados** (distorcidos) **por operações extraordinárias e não recorrentes**:

➢ **variações do “justo” valor** (swaps);
➢ **venda de ativos à Refer**;

B.3 “Uma espécie” (!!) de conclusões

- A “culpa” do fundo de maneo sistematicamente negativo é a incapacidade de libertar fundos (resultados de exploração negativos);
- Resultados Transitados **negativos** de cerca de 5,5 mil milhões de euros, demonstram que o problema é antigo, tendo levado, ao longo de várias décadas, à distorção e falta de realismo do défice de Estado e do montante da dívida pública; o total dos prejuízos acumulados ultrapassa o capital injetado no Novo Banco;
- Com base no Anuário do Setor Empresarial do Estado **as empresas de transportes representam um total de Capitais Próprios negativos próximo dos 10 mil milhões de euros** (ou seja em termos genéricos, **o dobro do défice do orçamento de Estado!**);



- A possibilidade de reestruturação com base em desinvestimento é praticamente nula; as participações financeiras referem-se a empresas tecnicamente falidas na generalidade e, não obstante as “mais-valias” (obtidas nas vendas dos ativos da Refer) em 2013 e 2014, esses ganhos não são sustentáveis;
- Deixamos também a cargo do leitor o cálculo (e as conclusões) do total cost/colaborador; Gastos com Pessoal cerca de 103 milhões de euros em 2014;
 - Destaque final: o **Passivo Exigível** do Setor empresarial do Estado (base: anuário do SEE 2011), em muitos casos não coberto por Ativos (ver empresas com Capital Próprio negativo) representava já em 2011 (antes da Troika) cerca de 27% do PIB (!!);

C. Martifer (Grupo)

C.1 – Caracterização da situação (base: 2014)

- Entrada em bolsa – 2007 (prémio de emissão = 186,5 milhões euros)
- Resultados operacionais negativos desde 2009 (embora em 2009 os resultados líquidos fossem positivos na sequência de operações extraordinárias não repetíveis);
- Subida progressiva do peso dos Gastos Financeiros face às vendas, até atingirem quase 16% em 2014;

C.2 – Enquadramento e análise breve

- Situações caracterizáveis como “overtrading e overinvestment” resultam claramente de rácios como a rotação de ativos:
 - entre 2006 (ano anterior à entrada em bolsa) e 2009 (primeiro ano de resultados operacional negativo)
 - ✓ Ativo aumentou cerca de 4 vezes;
 - ✓ Vendas aumentaram cerca de 2 vezes;
 - ✓ Passivo aumentou cerca de 3,5 vezes;
 - ✓ No mesmo período os resultados operacionais passaram de positivos (20,5 milhões) para negativos (cerca de 9,5 milhões);
- O fundo de maneo positivo na maior parte dos últimos anos prova que:
 - mais importante que o curto prazo é a sustentabilidade no longo prazo;
 - um razoável gestor financeiro e/ou uma empresa fortemente endividada conseguem com relativa facilidade, renegociar ou reestruturar a dívida (no fundo é o que muitos países fazem sistematicamente com a sua dívida pública);
- Em 2014, apesar das vendas serem cerca de 75% das vendas de 2006 (antes da entrada em bolsa) o passivo é 2,2 vezes o passivo de 2006 e o capital é apenas 21%;
- Fica também evidenciado que, mais importante que a autonomia financeira hoje, é a autonomia financeira previsível (tendo em conta a evolução



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

da rentabilidade); muito mais relevante do que a autonomia de 23% em 2012 era a previsível queda (tendo em conta o historial de resultados operacionais negativos);

- Outro indicador interessante é a evolução do Price BookValue (Capitalização Bolsista/Capital Próprio); com exceção do final de 2014, este rácio é sempre inferior a 1, traduzindo a expectativa de prejuízos por parte do mercado);
- Alguns rácios que poderão complementar a análise:
 - Passivo Total/Volume de Negócios
 - Passivo Remunerado/Volume de Negócios
 - Passivo Remunerado/EBITDA
 - Margem EBITDA
 - Gastos Financeiros/Volume de Negócios

Notas Finais (mais em jeito de “epitáfio”)

Os “casos” que aconteceram nos últimos anos, nomeadamente entre empresas cotadas ou as chamadas “entidades de interesse público” e as perdas relevantes sofridas por muitos pequenos investidores, em situações que nada tem a ver, pelo menos no essencial, com a crise internacional e/ou austeridade, contribuiu fortemente para a ocorrência de elevados níveis de desconfiança face aos “mercados”, reguladores, auditores, e conteúdo da informação financeira. Os tempos difíceis agravam o risco mas não explicam tudo.

Claro que podemos sempre recorrer ao OLX para saber quanto vale uma empresa!

Como sempre defendemos, o elemento mais importante na análise financeira é o sentido crítico:

Perceber como refere Warren Buffett, que “os números são um princípio e não um fim”.

Numa altura em que se colocam em causa muitas coisas, terminamos com uma citação de Paul Krugman em 2002 (pós escândalos Enron, Worldcom e muitos outros):

- “Não digo que todas as empresas norte-americanas sejam corruptas, mas é evidente que os responsáveis que querem ser corruptos enfrentam poucos obstáculos” (desnecessário é dizer que esta citação é aplicável exclusivamente a empresas americanas!).

Ou citando Arens (2006) um dos autores de referência na auditoria:

- “Explain to me one more time that you did a good job, but the company went broke”.

Terminamos fazendo apelo a alguma revisão de literatura. Deixamos a escolha e a resposta às interrogações ao cuidado do leitor.

O futuro será:

- “Admirável mundo novo” – Aldous Huxley ou
- “Relato de um naufrágio” – Gabriel Garcia Marquez ou
- “Triunfo dos Porcos” – George Orwell?



A rotação das sociedades de auditoria (Parte II)



Mestre André Melo

Este artigo é apresentado em duas partes, sendo a primeira composta pela análise geral do tema, e uma segunda contendo um estudo de caso sobre o tema. A primeira parte deste artigo pode ser consultada na newsletter de finanças do ISCAL nº 13 de Janeiro de 2016.

1. Estudo de Caso

1.1. Enquadramento inicial

É habitualmente descrito que um auditor/consultor é tanto melhor, quanto maior for a sua capacidade para identificar problemas organizacionais e apresentar recomendações/soluções que se traduzam numa mais-valia para o seu cliente. Partindo deste raciocínio, podemos deduzir que um auditor que mais distorções/correções identifica nas demonstrações financeiras, não só é mais experiente e capaz, como também é mais isento e independente na forma como conduz o seu trabalho, zelando em especial pelos interesses dos utilizadores da informação financeira.

Tendo a rotação de auditores surgido como ferramenta principal para a atribuição de um maior grau de independência à profissão, torna-se importante compreender se nos momentos de rotação criados, o auditor foi mais ou menos objetivo na emissão do seu parecer. Uma das formas possíveis de analisar este maior grau de objetividade, ou seja a realização do seu trabalho com maior zelo, poderá ser através da formulação de opiniões com reservas (“qualificadas”), no período antecessor e posterior à rotação.

Os momentos de rotação são sempre críticos para o auditor. Seja no momento antecedente à mudança, onde o seu trabalho está exposto à revisão do sócio ou firma sucessor, ou o momento posterior à mudança, em que o desconhecimento do cliente, negócio, e setor, constituem um risco para a emissão da opinião. Ambos são críticos e levam sempre o auditor ponderar de forma mais isenta o risco de exposição a que está sujeito pela emissão do seu parecer. Este estado de espírito conseguido pela rotação levará o auditor a desempenhar o seu trabalho com um maior grau de objetividade, conduzindo muitas vezes à emissão de uma opinião com reservas (“qualificada”), na forma de se precaver de eventuais riscos.

Como vimos anteriormente, pela rotação ocorre uma rutura no conhecimento do auditor, conduzindo o recém-nomeado a despende de uma parte do tempo efetivo do trabalho a compreender a entidade, o negócio e setor de atividade. Estes períodos de risco agregados ao risco inerente e ao risco de controlo vêm aumentar o risco do auditor emitir uma



opinião que se venha a demonstrar desadequada.

Uma vez que o objetivo deste trabalho assenta na análise dos momentos de rotação de auditoria já ocorridos, a informação que será objeto de análise será a informação histórica permitindo identificar tais momentos e analisar os seus efeitos. O universo de análise será constituído pelos relatórios e contas e respetivas certificações legais de contas das entidades pertencentes ao PSI Geral. Esta informação é de cariz público, uma vez que se encontra publicada na página oficial de internet da CMVM, através do sistema de difusão de informação ao investidor, conforme prevê o artigo 367º do Código dos Valores Mobiliários.

1.2. Pressupostos de investigação

A população a considerar será baseada nas entidades detidas à negociação à data de 31 de dezembro de 2013, compreendendo o intervalo temporal do ano 2000 a 2013, inclusive. Esta seleção pressupõe a utilização de informação financeira histórica disponível, relativa apenas às entidades detidas à negociação no final de 2013, apenas durante o período referido. A informação alvo de análise foi a informação financeira individual e a respetiva certificação legal de contas de cada uma das entidades contadas a 31 de dezembro de 2013, no período de 2000 a 2013, inclusive. Só em casos específicos, onde não foi possível obter a informação financeira individual, considerou-se a informação consolidada.

1.3. Teste de Hipóteses

Pergunta 1: Existe uma clara tendência de qualificação dos pareceres de auditoria nos momentos de rotação?

- **Hipótese A:** Sim. Traduzida por um incremento do número de reservas, ou por um incremento do peso das qualificação atribuídas pelo auditor, evidenciando assim um agravamento da perceção negativa da opinião;
- **Hipótese B:** Não. Traduzindo uma redução do número de reservas, ou uma transformação de reservas em ênfases, ou ainda uma transformação de pareceres qualificados em pareceres limpos.

Pergunta 2: Os momentos de rotação conduzem a um incremento no grau de qualificação dos pareceres de auditoria?

- **Hipótese A:** É perceptível um maior grau de qualificação na formulação da opinião traduzido por um aumento do número de reservas, ou incremento da substância das reservas existentes.
- **Hipótese B:** No efeito ocorrido pela rotação não é evidente a ocorrência de um maior grau de qualificação da opinião.



- **Hipótese C:** É perceptível um efeito adverso, traduzido ou por uma redução do número de reservas, ou pela transformação de reservas em ênfases, ou pela transformação de pareceres qualificados em limpos.

Pergunta 3: Os momentos de rotação das sociedades de auditoria surgem com um maior grau de qualificação que os momentos de rotação dos sócios responsáveis?

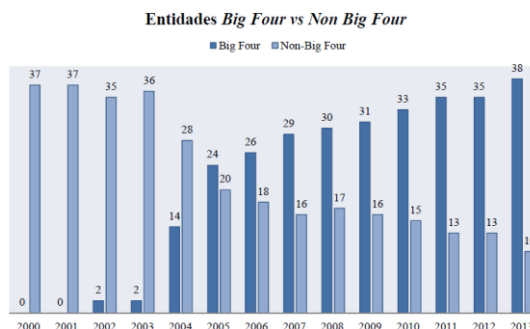
- **Hipótese A:** Sim.
- **Hipótese B:** Não.

1.4. Caracterização da amostra

A informação financeira histórica recolhida foi alvo de documentação e estratificação, sendo posteriormente analisada de forma mais sintética e objetiva. Esta amostra pressupõe um total de 48 entidades analisadas durante 14 exercícios económicos, no intervalo temporal de 2000 a 2013, perfazendo um total de 672 relatórios e contas analisados. Desse total, 11 relatórios não possuem informação disponível para consulta, e em 51 casos, a informação não é aplicável, uma vez que nem todas as entidades pertenceram ao PSI Geral desde o ano 2000, criando assim ausência de informação para esses casos.

Análise de mercado (2000-2013)			
Setores de Atividade	Big Four	Non-Big Four	Total
Comercial	66	52	118
Construção	2	64	66
Financeiro	49	35	84
Industrial	78	49	127
Novas Tecnologias	9	33	42
Serviços	95	78	173
Total	299	311	610

Analisando a tabela acima, num total de 610 certificações legais de contas emitidas em catorze anos, 311 (51%) foram emitidas por entidades que não são *big four*, face a um total de 299 (49%) por entidades *big four*.



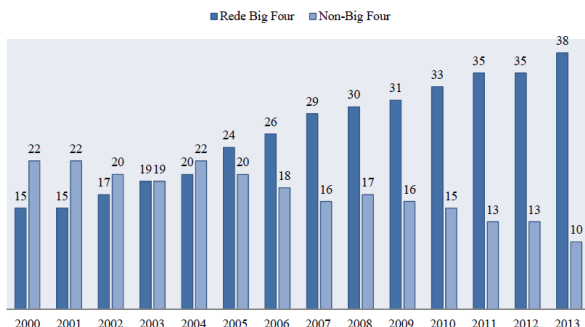
Um facto curioso tem a ver com a inversão de papéis nos anos opostos da amostra, onde é possível verificar ao longo dos últimos anos uma clara tendência de nomeação das *big four* para condução dos trabalhos de auditoria. Tal aspeto já o tinha sido anteriormente levantado por diversos autores, quando referenciavam a problemática da concentração de mercado.

Nos primeiros anos existem uma completa ausência de certificações legais de contas emitidas por entidades legalmente definidas como *big four* uma vez que a sua presença em Portugal ainda não era tão efetiva como atualmente o é. Ao nível das entidades de interesse público, os primeiros anos da amostra relevam uma ausência por completo destas entidades. No entanto, e apesar de existirem entidades que não são legalmente consideradas como *big four*, algumas delas pertencem a redes empresariais *big four*, e como o contexto societário histórico mais tarde foram integradas numa única entidade. Neste contexto, torna-se também relevante apresentar a amostra, estratificada pelas entidades legais que



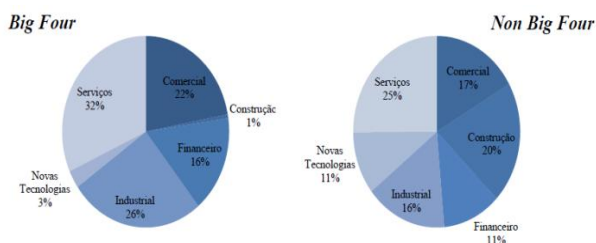
pertencem a redes *big four* e aquelas que não pertencem.

Entidades pertencentes a redes *Big Four* vs *Non Big Four*



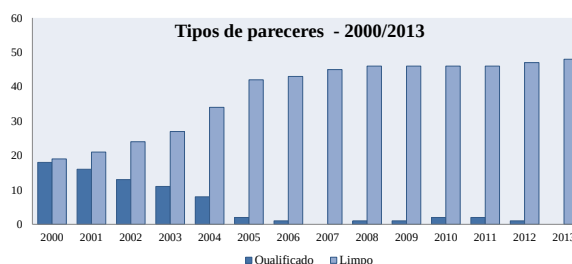
Como demonstra a tabela acima, se compararmos a presença do contexto *big four* ao longo dos anos da amostra, verificamos que não existe assim tanta dispersão como na tabela e gráfico anterior, sendo no entanto possível assistir a uma tendência de nomeação das *big four*. Dito isto, verificamos que a amostra é composta na maioria por entidades ligadas ao contexto empresarial *big four* traduzindo 367 (60%) face a 243 (40%) de entidades que não pertencem a essas redes organizacionais.

Atentemos agora figurativamente, naquilo que é a dispersão sectorial das entidades legais *big four* face às *non big four*.



Nas entidades de menor dimensão é visível uma simetria dos diversos setores onde prestam serviços, nas *big four* verificamos que o setor das novas tecnologias e da construção são setores onde as *big four* não desempenham serviços

de forma significativa, comparativamente com o restante universo. Também não é menos verdade que uma das questões que os auditores mais têm em conta antes da aceitação de um determinado cliente, em conjunto com outros requisitos elegíveis na ISA 210, é o risco da sua exposição perante a prestação de serviços a esse cliente. O setor da construção e das novas tecnologias são claramente dois setores cuja natureza da atividade representa um risco maior do auditor emitir uma opinião que se demonstre desajustada da realidade. Tal facto aumenta o risco de exposição do auditor, podendo perder a sua credibilidade no mercado. Posto isto, é possível depreender que as *big four* são empresas mais resilientes no que toca a aceitação de serviços a determinadas entidades.



De um total de 610 certificações legais de contas analisadas, 535 (88%) foram emitidos com opiniões limpas, contendo ou não ênfases, e apenas 75 (12%) foram emitidos com reservas. A tendência ao longo dos últimos anos tem sido a redução das opiniões qualificadas, sendo praticamente inexistentes de 2006 a 2013, comparativamente com a realidade verificada nos anos de 2000 a 2005. Esta tendência de redução do número de opiniões qualificadas poderá ter resultado de um crescimento contínuo das organizações, ocorrendo uma melhoria da informação financeira e sendo corrigidas as diversas imperfeições. Também não é menos verdade que o contexto económico



em que o auditor expressa a sua opinião tem influência nas suas decisões, quando pondera sobre a qualificação, ou não, das demonstrações financeiras de uma determinada entidade.

Análise dos pareceres					
Setor de Atividade	Nº Entidades	Nº Reservas	Média por entidade	Limitação do âmbito	Desacordo
Comercial	9	23	2,56	7	16
Construção	5	22	4,40	12	10
Financeiro	6	2	0,33	1	1
Industrial	10	27	2,70	17	10
Novas Tecnologias	3	6	2,00	2	4
Serviços	15	23	1,53	5	18
Total	48	103	2,15	44	59

Os setores de atividade onde o auditor mais qualificações expressa são: comercial, de construção, industrial e o setor dos serviços. Se tivermos em linha de conta o número de entidades que está inserido em cada setor, podemos assim perceber que apesar do setor industrial ser aquele que apresenta o maior número de reservas é no setor da construção que os auditores mais qualificações expressam por entidade. No que respeita ao tipo de reservas, estas podem assumir dois tipos, por limitação de âmbito ou por desacordo. As reservas por desacordo ocorrem quando o auditor constata um acontecimento do qual discorda e detém a informação necessária para quantificar esse facto e alertar o utilizador da informação financeira. Por outro lado, as reservas por limitação de âmbito, como a própria denominação o sugere, ocorrem quando o auditor não é capaz, e portanto encontra-se limitado, de aferir quanto à razoabilidade de um determinado acontecimento. Este tipo de reservas apresenta-se de certa forma como “inimigas do auditor” uma vez que poderá levar os utentes da informação financeira a considerar se de facto o auditor efetuou as diligências necessárias para aferir a razoabilidade de um acontecimento e só em última instância caracterizou tal impossibilidade como limitação no âmbito do seu trabalho, ou se tal facto caracteriza a não realização de qualquer trabalho.

Ainda assim, as reservas por limitação de âmbito representam 43% face a 57% das reservas por desacordo. Uma realidade que não se apresenta muito dispar.

Análise dos tipos de qualificações				
Natureza das Reservas	Nº Reservas	Peso (%)	Limitação do âmbito	Desacordo
Investimentos Financeiros	36	35	10	26
Contas a receber	13	13	11	2
Ativos de curto e longo prazo	9	9	7	2
Provisões	8	8	1	7
Continuidade operações	5	5	5	0
Incorrecta classificação de ativos	5	5	0	5
Outras naturezas	27	26	10	17
Total	103	100	44	59

Analisando a tabela acima, o maior número de reservas ocorre nos investimentos financeiros (35%), e decorre essencialmente pela não adoção do método de equivalência patrimonial, ou pela incorreta apropriação de capitais próprios e resultados de tais investimentos. Em segundo lugar surgem as contas a receber (12,6%) enfatizando na generalidade situações de incerteza quanto à recuperabilidade de diversos saldos. Posteriormente surgem diversos ativos de longo e curto prazo (8,7%) que estão afetos a operações no estrangeiro, destacadas em filiais essencialmente do setor da construção onde dada a natureza da operação é difícil aferir quanto à recuperabilidade de tais investimentos. De seguida surge o tema das provisões (7,8%), destacando insuficiências e ausências de montantes provisionados para fazer face a incertezas futuras. Em quinto lugar surge o habitual tema da continuidade das operações (4,9%), destacando sempre uma limitação do âmbito, uma vez que o auditor não consegue aferir a possibilidade da sua ocorrência, limitando-se a destacar ao utente da informação financeira os pressupostos da sua limitação. Por último surgem as reclassificações de ativos (4,9%) materializadas em reservas por desacordo,



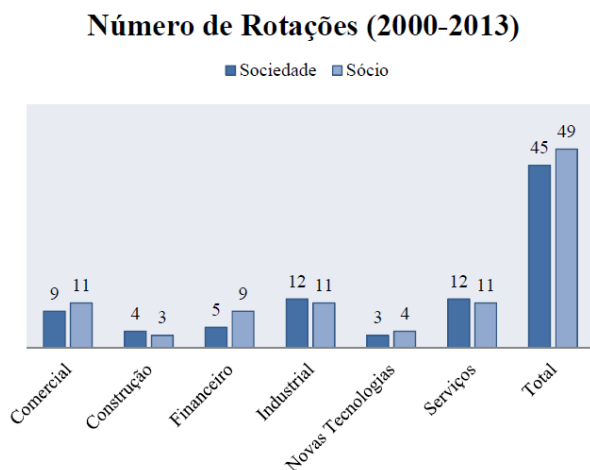
onde o expressa em detalhe a razão da sua discórdia.

Tipificadas as qualificações dos pareceres de auditoria por setores de atividade, também se torna relevante destacar, a título de curiosidade apenas, quais as entidades que mais qualificações apresentaram ao longo da referida amostra.

Análise das qualificações por entidade		
Entidades do PSI GERAL	Sector de Atividade	Nº Reservas
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.	Industrial	16
Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.	Construção	9
Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A.	Construção	8
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.	Industrial	6
Reditus - SGPS, S.A.	Serviços	6
Mota-Engil, SGPS, S.A.	Construção	5
Toyota Caetano Portugal, S.A.	Comercial	5
Outras empresas com menos qualificações		48
Total		103

1.5. Caracterização dos momentos de rotação na amostra

Tendo sido caracterizada a amostra no subtema acima, torna-se agora importante identificar os diversos momentos de rotação de auditoria ocorridos nesse intervalo, sobre a forma de ser possível retirar eventuais conclusões em resposta



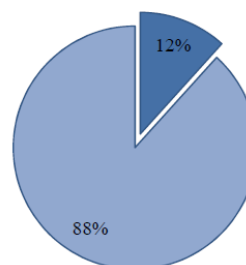
às perguntas de partida inicialmente definidas.

A figura acima ilustra o número de rotações identificadas ao longo da amostra. Num total de 610 relatórios e contas e os seus respetivos pareceres, existem cerca de 94 rotações, onde 45 (48%) correspondem a rotações de sociedades de auditoria, enquanto os remanescentes 49 (52%) correspondem a rotações ao nível dos sócios. Verificamos também que os setores com maior número de rotações correspondem ao setor dos serviços e ao setor industrial, e os menos propícios à rotação, caracterizam o setor da construção e o das novas tecnologias. Importa também enfatizar que são estes dois os setores que menor peso têm na amostra.

A análise de um momento de rotação só se torna efetivamente perceptível com a análise conjunta do momento antecessor e posterior, ou seja o parecer emitido pelo revisor substituído e o revisor substituto. Quer isto dizer, que só será possível percecionarmos a tendência do novo parecer, num determinado momento de rotação, se percecionarmos a sua evolução face ao parecer do anterior auditor.

Momentos de rotação

■ Sem impacto ■ Com possível impacto



Tendo sido caracterizados os vários momentos de rotação, importa agora analisar os tipos de opiniões emitidas e



qual a tendência verificada nos diversos momentos de rotação.

Do total de 94 momentos de rotação, em 83 dos casos as certificações legais de contas foram emitidas sem qualquer qualificação tanto no parecer anterior como no parecer posterior à rotação, pelo que não é possível concluir sobre qualquer tendência de qualificação nos relatórios emitidos. Apenas em 11 momentos, é possível retirar conclusões, e analisar o tipo de qualificações, concluindo sobre os possíveis efeitos da rotação. Para o efeito foi considerado como estratificação do número de momentos de rotação, as rotações “com possível impacto” apenas, caracterizadas por todos aqueles momentos em que pelo menos se verifica uma qualificação, podendo ocorrer no parecer antecessor, no parecer posterior, ou em ambos. Os casos com possível impacto são aqueles que permitirão, após análise pormenorizada, atender às várias perguntas de partida.

Serão considerados apenas os casos que permitem retirar conclusões para a investigação, atendendo às perguntas de partidas e à extrapolação das conclusões para o universo em análise.

Análise das rotações com impacto

Neste subcapítulo será feita uma análise em pormenor dos vários momentos de rotação onde é possível retirar eventuais conclusões ao nível das opiniões qualificadas e que servirão para responder às perguntas de partida fixadas no âmbito da investigação. Em resultado da análise, será classificado cada momento de rotação consoante as três tipologias apresentadas de seguida:

- É perceptível um maior grau de qualificação na formulação da opinião traduzido por um aumento do número de reservas, ou incremento da substância das reservas existentes;

Nº	Empresa	Setores de Atividade	Tipo de Rotação	Momento de rotação	Análise do tipo de parecer		Efeitos da Rotação
					Antecessor	Posterior	
Caso 1	Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A.	Financeiro	Empresa	(2001-2002)	Opinião Limpa/ Enfasês	Opinião Qualificada	Maior grau de qualificação.
Caso 2	Futebol Clube do Porto - Futebol, SAD	Serviços	Empresa	(2004-2005)	Opinião Qualificada	Opinião Limpa/ Enfasês	Menor grau de qualificação.
Caso 3	Futebol Clube do Porto - Futebol, SAD	Serviços	Sócio	(2003-2004)	Opinião Qualificada	Opinião Qualificada	Menor grau de qualificação.
Caso 4	Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.	Industrial	Empresa	(2005-2006)	Opinião Qualificada	Opinião Limpa/ Enfasês	Menor grau de qualificação.
Caso 5	Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.	Industrial	Sócio	(2008-2009)	Opinião Qualificada	Opinião Qualificada	Maior grau de qualificação.
Caso 6	Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.	Industrial	Empresa	(2010-2011)	Opinião Qualificada	Opinião Qualificada	Maior grau de qualificação.
Caso 7	Mota-Engil, SGPS, S.A.	Construção	Empresa	(2000-2001)	Opinião Qualificada	Opinião Qualificada	Menor grau de qualificação.
Caso 8	Reditus - SGPS, S.A.	Serviços	Empresa	(2001-2002)	Opinião Qualificada	Opinião Qualificada	Efeito inócuo.
Caso 9	Sonaecom - SGPS, S.A.	Serviços	Empresa	(2000-2001)	Opinião Qualificada	Opinião Qualificada	Efeito inócuo.
Caso 10	Sporting Clube de Portugal - Futebol, SAD	Serviços	Empresa	(2010-2011)	Opinião Limpa/ Enfasês	Opinião Qualificada	Maior grau de qualificação.
Caso 11	Sporting Clube de Portugal - Futebol, SAD	Serviços	Empresa	(2012-2013)	Opinião Qualificada	Opinião Limpa/ Enfasês	Menor grau de qualificação.

Como é possível verificar pela figura acima, os momentos com possível impacto representam 12% da amostra, sendo 88% caracterizados por uma parte inócua para a investigação.

- No efeito ocorrido pela rotação não é evidente a ocorrência de um maior grau de qualificação da opinião;



- É perceptível um efeito adverso, traduzido por uma redução do número de reservas, pela transformação de reservas em ênfases, ou pela transformação de pareceres qualificados em limpos.

1.6. Discussão dos resultados

Relativamente aos resultados apurados, e em resposta às perguntas de partida para este estudo de caso, é possível chegar às seguintes conclusões:

- Não existe uma tendência de qualificação dos pareceres de auditoria nos momentos de rotação, uma vez que pelos 94 momentos de rotação analisados, 88% traduziam momentos de rotação sobre os quais as opiniões eram limpas, e em apenas 12% foi possível verificar opiniões qualificadas. Em resposta à pergunta 1, a hipótese verificada foi a B;
- Não existe um incremento de qualificação dos pareceres de auditoria, uma vez que dos 11 casos analisados, em 5 (45%) dá-se uma redução do número de reservas, em 2 (18%) não é perceptível incremento de qualificação, e apenas em 4 (36%) o efeito da rotação resulta num incremento do número de reservas.

Em resposta à pergunta 2, a hipótese mais verificada foi a hipótese C;

- Dos onze momentos de rotação analisados, e de onde é possível concluir quanto à formulação dos pareceres do auditor, 9 (82%) corresponde a momentos de rotação das sociedades de auditoria e apenas 2 (18%) correspondem a momentos de rotação ao nível dos sócios responsáveis pelo trabalho de auditoria. Analisando que tipo de rotação traduz um maior grau de qualificação da opinião, os momentos de rotação ao nível das sociedades de auditoria são quem tem mais incrementos de qualificações comparativamente com os momentos de rotação ao nível dos sócios principais. Em resposta à pergunta 3, a hipótese verificada foi a A.

1.7. Limitações, dificuldades e indicações para investigações futuras

Esta investigação apresenta algumas limitações que podem ter condicionado de certa forma os resultados que foram atingidos. Como tal, surge a necessidade de retratar tais limitações, e sugerir eventuais contributos para que em futuras investigações se possa desenvolver o tema noutras vertentes.



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 - Maio 2016

O modelo adotado baseou-se no tratamento da informação histórica disponível, informação que contou com as entidades cotadas no PSI Geral, descrevendo uma realidade amostral onde algumas das maiores empresas portuguesas estão presentes, não caracterizando por isso a realidade genérica do tecido empresarial nacional, cuja sua composição é essencialmente constituída por PME's. Tendo sido incluída na amostra apenas este tipo de entidades, cuja relevância é maior, torna-se assim difícil caracterizar a génese portuguesa, condicionando dessa forma o âmbito da investigação.

Uma outra limitação resulta do facto de existirem na amostra diversas entidades diretamente relacionadas com redes internacionais das *big four*, que tiveram de ser consideradas ao caracterizar a amostra. Não considerar a ocorrência dessas redes, enviesaria a estratificação da amostra e os dados de análise. Embora tenha sido feito um esforço para compreender os relacionamentos com as redes empresariais das *big four*, não é possível garantir que a totalidade das empresas pertencentes a essas redes tenha sido considerada na amostra. No que respeita à consideração dos efetivos momentos de rotação das sociedades de auditoria existe igualmente uma limitação relativa às alterações societárias, como eventuais fusões por incorporação de empresas e alterações da denominação social. Os momentos de rotação considerados incluem momentos em que a entidade legal alterou, tentando sempre expurgar alterações de denominação, devido à entrada de novos sócios e mudança de nome, ou adoção da denominação da rede empresarial, expurgando também situações de fusões por incorporação de sociedades, onde a carteira de clientes foi transferida para a sociedade adquirente.

Da análise dos momentos de rotação, uma outra limitação que surge prende-se com a apreciação daquilo que é o julgamento profissional do indivíduo que conduziu a auditoria e emitiu a opinião sobre determinadas demonstrações financeiras. Embora tenham sido feitas refutações saudáveis às conclusões atingidas, em última instância só o auditor pela análise, e consequente evidência recolhida durante o trabalho, é capaz suportar as razões e os pressupostos que o levaram a emitir tal opinião.

O presente trabalho de investigação considerou os impactos da rotação dos auditores ao nível dos pareceres de auditoria, e procurou relacionar os pareceres antecedentes e subsequentes à rotação, analisando os impactos ao nível da formulação dos pareceres de auditoria e a quantidade de qualificações dos mesmos. Neste seguimento, a amostra foi alvo de estratificação e os resultados obtidos foram quantificados, ficando de fora do âmbito deste trabalho, características e informações não quantificáveis como a opinião dos revisores oficiais de contas sobre este tema, que sendo alvo de tratamento estatístico na forma de inquérito por questionário, permitiria espelhar e quantificar opiniões. Para novas investigações futuras, julgo que se tratará de um contributo relevante ao enveredar por esse caminho.

2. Conclusão

Apesar do mecanismo da rotação das sociedades de auditoria encontrar-se atualmente materializado nos mais recentes contributos europeus de reforço da profissão de auditoria, e tendo sido harmonizada a sua adoção em todo o mercado comum, esta medida não é novidade. E não sendo algo recente, tendo



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

só agora sido considerado levanta algumas questões, sobre se a Comissão Europeia realmente acredita neste mecanismo, face aos diversos contributos já existentes.

Como vimos ao longo do trabalho, os impactos que esta medida pode provocar em todo o mercado podem ser positivos na medida em que garantem forçosamente o reforço da independência do auditor, tendo no entanto subjacentes, impactos negativos ao nível do trabalho de auditoria, do eventual custo/benefício com a sua aplicabilidade, na eliminação de funções agora atribuídas ao comité de auditoria, e na constituição de um maior risco pela rutura do conhecimento criado com o incremento do número de auditorias de primeiro ano. O caso de Itália e Espanha serviram para ilustrar como os impactos descritos podem de facto ocorrer, e como o mercado europeu poderá reagir perante tais impactos.

Comparando os dois tipos de rotação torna-se evidente que os impactos ao nível da independência são bastante mais fortes na rotação das sociedades de auditoria do que ao nível da rotação dos sócios responsáveis. No entanto quando comparamos fatores como a qualidade do trabalho de auditoria e o seu custo associado tendemos a optar por caracterizar a rotação ao nível do sócio responsável como o mecanismo que menos impactos negativos tem e que traz igualmente um reforço da independência embora não sendo nas mesmas proporções.

O estudo de caso à realidade portuguesa procurou compreender que impactos os momentos de rotação históricos tiveram ao nível dos pareceres de auditoria, e que tipo de rotação traduz um maior grau de qualificação da opinião. As conclusões revelaram que não existe uma tendência

para qualificar a opinião nos momentos de rotação, verificando-se antes uma tendência de redução do número de reservas, ou transformação das reservas existentes em ênfases. No que respeita ao tipo de rotação onde mais qualificações surgem, os resultados demonstraram que as rotações ao nível das sociedades de auditoria apresentam um número superior de pareceres qualificados face à rotação dos sócios responsáveis pelo trabalho de auditoria.

Importa por fim destacar o compromisso de harmonização que a Comissão Europeia apresenta com estes novos mecanismos introduzindo-os nos diversos estados membros mais conservadores. Desde os procedimentos de consulta de mercado no momento da escolha de uma entidade de auditoria, à adoção do mecanismo da rotação das sociedades de auditoria, são elementos relevantes para o reforço generalizado e harmonizado da profissão. A título pessoal, julgo que a aplicabilidade destas medidas serão um pequeno passo para uma adoção generalizada a todos os tipos de entidades, e não apenas às entidades de interesse público.

Resta-nos por fim esperar, e analisar num futuro próximo, quais os reais impactos que estas medidas tiveram em cada um dos estados membros e aferir se os benefícios de independência ultrapassam os custos implícitos para a profissão.

3. Referências Bibliográficas

ALMEIDA, Bruno – **Auditoria e Sociedade, Diferenças de Expectativas.** 1ª Edição. Lisboa: Publisher Team, 2005. ISBN: 989-601-013-7. (209-214).



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

ARENS, Alvin; ELDER, Randal; BEASLEY, Mark – **Auditing and assurance services: an integrated approach**. Fourteenth Edition. England: Pearson Education Limited, 2012. ISBN-10:0-273-75494-7

BARROTE, Isabel - **A Independência no Trabalho do Auditor e na Governação das Empresas**. Revisores e Auditores. ISSN 0870-3566. N°51 (2010) 18-33.

COSTA, Carlos Alberto Baptista da - **Auditoria Financeira: Teoria & Prática** (9ª edição). Lisboa: Rei dos Livros, 2010. ISBN: 978-989-8305-11-4.

COMISSÃO EUROPEIA – **Livro Verde, Política de auditoria: as lições da crise**. Bruxelas: Comissão europeia, 2010.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS – **A independência dos revisores oficiais de contas na UE: Um conjunto de princípios fundamentais**. Jornal Oficial das Comunidades Europeias, 19 de julho de 2002. Série L.

GONÇALVES, Armando – **A concentração do mercado de revisão/auditoria no âmbito do mercado de capitais português (I)**. Revista da Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas. ISSN 1645-9237. N°106 (2009) 41-48.

GONÇALVES, Armando – **A concentração do mercado de revisão/auditoria no âmbito do mercado de capitais português (II)**. Revista da Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas. ISSN 1645-9237. N°107 (2009) 47-56.

IFAC (International Federation of Accountants) - **ISA 210: Acordar os termos de trabalho da Auditoria**.

IFAC (International Federation of Accountants) - **ISA 300: Planear uma Auditoria de demonstrações financeiras**.

SARBANES-OXLEY ACT – **Public Law 107-204 – July 30, 2002**. United States of America: US Government information [em linha] (Consultado em agosto de 2014) Disponível em: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW107publ204/pdf/PLAW107publ204.pdf>

PARLAMENTO E CONSELHO EUROPEU – **Diretiva 2014/56/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014**. Estrasburgo: Jornal Oficial da União Europeia - L158 (196-226), 2014.

PARLAMENTO E CONSELHO EUROPEU – **Regulamento (UE) N° 537/2014 do Parlamento europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014**. Estrasburgo: Jornal Oficial da União Europeia - L158 (77-112), 2014.



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 - Maio 2016

O maquiavélico mercado de capitais



Professor Vitor Massena

1. Introdução

Será consensual associar a área de finanças à gestão de activos ou à análise de portfólios de investimentos, associar a contabilidade ao registo e interpretação das operações financeiras da empresa, a gestão financeira ao domínio e articulação entre estas duas áreas e a análise económica ao posicionamento de uma determinada empresa no mercado.

Todas estas matérias têm em comum não só vasto um conjunto de pressupostos factuais que lhe estão subjacentes, como também alguma subjectividade que poderá determinar um registo contabilístico com base num valor de estimativa, por exemplo o registo na contabilidade de uma provisão para clientes de cobrança duvidosa, ou uma operação financeira de reconfiguração de um portfólio de acções com base na interpretação de uma

sequência de factos, rumores ou até do contexto político de um determinado País.

Assim, alguém com formação na área Financeira deverá ter em conta que após ser contratado por uma empresa, verifica-se de forma mais ou menos explícita, uma legítima expectativa que estes conceitos estejam absolutamente claros, para esse efeito decidi escrever este artigo nos seguintes termos, cujo conteúdo poderá e deverá ser aprofundado.

2. Funcionamento do maquiavélico mercado de capitais

Conhecidos de forma comum como “os mercados”, o maquiavélico mercado de capitais é considerado de forma comum como extremamente complexo sendo a ignorância quanto ao seu funcionamento e alguns escândalos financeiros, cuja origem terá mais a ver com a incompetência das várias entidades de supervisão do que com o mercado de per si, o factor que justifica algum estigma social associado à sua existência.

Não obstante, o seu funcionamento é relativamente simples, o maquiavélico mercado de capitais é um local onde várias pessoas compram ou vendem títulos e com essa compra e venda (trading) geram mais ou menos valias que podem ser mais ou menos significativas em função da volatilidade relativa face ao respectivo mercado. Se considerarmos, por exemplo, uma variação de -2% para um título do PSI20 numa sessão em que o índice apresentou uma desvalorização média de -6%, proporcional entre os demais títulos,



pode ser considerada uma performance positiva, no entanto um investidor que tenha comprado esse título por 100Mio Euros, perdeu nesse dia 2Mio Euros... Com este exemplo simples podemos identificar a relatividade da noção de ganho ou perda associados ao funcionamento dos maquiavélicos mercados de capitais, no fundo, os maquiavélicos mercados de capitais não são mais do que um conjunto pessoas que de forma tendencialmente racional compram ou vendem títulos com o objectivo de gerar uma mais-valia para si ou para os investidores que representam. Essencialmente é isto ...!

Existem vários produtos disponíveis no mercado, índices que identificam o mix de valorização ou desvalorização das acções de várias empresas cotadas nesses índices, o mercado forex (FX) que identifica o preço das transacções de cambio entre as várias moedas do mundo, o mercado das commodities onde se identifica o preço dos materiais como ouro, ou petróleo, as acções que representam parte do capital de uma empresa, as obrigações que permitem às empresas e aos Países emitirem dívida que terão depois a obrigação de pagar com os respectivos juros, que serão mais ou menos significativos em função do risco subjacente à empresa ou País emitente, e um conjunto de outros produtos como por exemplo os exchanged traded funds (ETF's) que replicam a performance de um índice.

3. Investir (ou não) no maquiavélico mercado de capitais

Para perceber claramente como funciona o maquiavélico mercado de capitais, teremos de perceber qual o motivo da sua existência. Independentemente da sua dimensão, na sequência da sua

estratégia as empresas pretendem realizar um conjunto de projectos de investimento e para esse objectivo financiam-se através de capital próprio ou capital alheio. Quando essas fontes de financiamento atingem um determinado volume de capital, a empresa pode optar por dispersar o capital em bolsa de forma a vender acções a investidores no maquiavélico mercado de capitais e desse modo obter financiamento de quem esteja interessado em partilhar o risco dessa empresa, nomeadamente o risco de perda com a contrapartida de rentabilidade.

As pessoas ou empresas podem investir em acções através do respectivo banco comercial ou através de brookers de investimento e podem optar em gerir directamente a carteira ou entregar essa gestão a profissionais especializados, qualquer opção tem vantagens, desvantagens e custos associados. É importante ter em consideração qual o volume de capital disponível para cada investimento, quanto estamos dispostos a perder (stop loss) e até quanto pretendemos ganhar num determinado título (stop gain) tendo a consciência de que, tipicamente, existe uma maior aversão face à perda do que propensão para o ganho.

O preço dos vários produtos financeiros baseia-se na valorização do (s) activo(s) subjacente(s) e dependem de vários factores tais como, qual a rentabilidade do(s) activo(s) subjacente(s), qual o mix de oferta e procura daquele(s) activo(s) no mercado, qual a tendência daquela industria, qual o contexto macro económico, qual o contexto sociopolítico, no fundo, um mix de todos os factores que de forma directa ou indirecta possam afectar a rentabilidade futura expectável do activo



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 - Maio 2016

subjacente. Por exemplo, esta situação é bem visível através da variação da yield curve das obrigações de um País, num cenário de instabilidade política, fraco crescimento económico, sobreendividamento, ou todos os factores em simultâneo.

Tendo em conta este contexto, é possível ganhar e perder muito dinheiro no maquiavélico mercado de capitais, para ganhar a “táctica” é “muito simples”, comprar um título quando a cotação está baixa e vender quando a cotação está alta ... depois a execução da “táctica” torna-se complicada pois o desafio é saber se a cotação está baixa ou alta e isso têm a ver com a gestão de riscos do respectivo portfolio.

O portfolio VaR (Value at Risk) é o método mais comum para avaliar o risco, em particular o risco financeiro, mas este, como outros indicadores (stress tests, backtesting, etc...) têm por base os dados históricos da valorização de um respectivo título, no entanto, o maquiavélico mercado de capitais é dinâmico e um mercado pequeno como o PSI20 terá sempre uma tendência de volatilidade superior a um mercado de maior dimensão.

Por esse motivo “backward looking, forward thinking” e “the trend is your friend” serão sempre abordagens adequadas para abordar qualquer mercado em qualquer circunstância... mas sem exageros:



4. Coorelação entre o maquiavélico mercado de capitais e o ciclo económico

Muitas pessoas investem no maquiavélico mercado de capitais na esperança e/ou fé de que a sua habilidade e perspicácia, no fundo o seu “toque de midas”, lhes permita enriquecer muito rapidamente, mas a realidade acaba sempre por se sobrepor e mesmo que alguém queira apostar num contexto “mágico-mítico” será preferível abordar o maquiavélico mercado de capitais através de uma abordagem mais próxima do “mito de Anteu”.



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 - Maio 2016

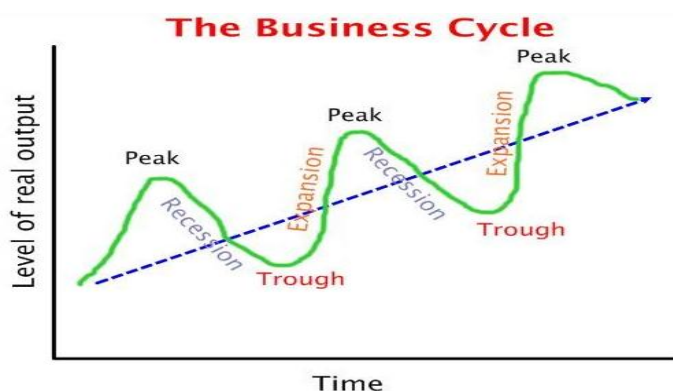
Refere-se na mitologia grega o “mito de Anteu” associando a força extrema e invencibilidade de Anteu quando estava em contacto com o chão e à sua fraqueza ou vulnerabilidade quando estava no ar, essa “força extrema” ou “vulnerabilidade” estão directamente relacionadas com uma “adequada” ou “desadequada” percepção da realidade por via da gestão de riscos face a um determinado portfolio num determinado contexto macroeconómico.

Na verdade, para obter um retorno médio superior à inflação, se investirmos num fundo indexado a volumes massivos de investimento (estratégia do pequeno peixe parasita) associando o nosso investimento ao S&P500, Nasdaq ou Dow Jones, tendo por base uma análise histórica a dez anos, consegue-se um retorno de $\pm 10\%$, considerando uma inflação média de $\pm 3\%$ no mesmo período resulta num ganho médio de $\pm 7\%$, no entanto investir no maquiavélico mercado de capitais não é uma progressão linear e se perguntarmos às pessoas que perderam todos os seus investimentos na crise financeira de 2008, seguramente as respostas não serão simpáticas ...

Na verdade, conseguir rentabilidade a médio/longo prazo implica uma duríssima maratona e capacidade de sofrimento pois a rentabilidade está associada aos ciclos económicos que têm momentos de forte crescimento e momentos de recessão, para cada ciclo económico tipicamente no período de 8/12 anos, verifica-se um período de recessão e o maquiavélico mercado de capitais está directamente correlacionado com essa (des) valorização.

Os períodos de recessão podem durar meses ou anos, por esse motivo é

importante não só garantir uma adequada gestão de riscos face ao portfolio de investimento, mas também tentar identificar os indícios de recessão ou crescimento de forma a reposicionar adequadamente a estratégia de investimento.



Mas não pensemos que o maquiavélico mercado de capitais é caótico ou um “jogo de casino”, muito pelo contrário, a palavra-chave é resiliência pois o maquiavélico mercado de capitais é resiliente de per si e têm dado provas ao longo dos anos de ser o mais rentável de todos os mecanismos de investimento, por exemplo, de 1928 a 2013 o S&P500 teve um retorno médio de 9,55% por ano, nenhum outro tipo de investimento conseguiu este desiderato!

Perante estes factos, fará sentido estigmatizar os maquiavélicos mercados de capitais ou simplesmente ... utilizá-los em nosso favor?

Deixo a resposta ao critério de cada um, no entanto, sugiro que após a leitura deste artigo analisem a rentabilidade histórica dos índices supra referidos versus inflação e racionalizem os resultados tendo em conta que o maquiavélico mercado de capitais é o que é, entrar ou sair numa determinada altura pode ser extremamente vantajoso ou desvantajoso, importante é ter em conta



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

que não é possível mitigar todos os riscos associados mas é possível analisar o contexto macro económico e os indicadores de risco tipicamente utilizados na gestão de riscos e com essa base analítica evitar os estigmas mais comuns associados, essencialmente, à ignorância sobre o funcionamento dos maquiavélicos mercados de capitais muito baseados nas perversidades da mitologia grega, alguns deles bem visíveis na Grécia contemporânea...

Por favor não associem as perversidades supra referidas à alegada relação entre o antigo ministro das finanças grego, Sr. Varofakis, a uma popular offshore do Panamá pois essa questão, para além de uma enorme coincidência está relacionada com outro mito que poderemos abordar no futuro – “os maquiavélicos offshores”

5. O maquiavélico mercado de capitais e o conceito de prémio de risco

Após a evolução do mundo sensível para o mundo inteligível, é importante ter em conta que os maquiavélicos mercados de capitais têm subjacente o conceito “prémio de risco” que assume um papel central pois constitui uma das principais ferramentas de avaliação.

De uma forma simples o prémio de risco consiste na diferença entre a remuneração exigida pelos investidores em acções e as taxas de juro sem risco, na prática este diferencial espelha a remuneração adicional exigida pela tomada de risco do investimento em acções e a análise poderá ser feita em duas dimensões: geográfica e sectorial.

É importante considerar que o prémio de risco está directamente associado à

percepção de risco, que inclui uma componente subjectiva que pode ser mais ou menos consensual, ou consensualizada, entre os principais agentes do mercado, leia-se, os brookers de investimento e as agências de informação especializadas como por exemplo a bloomberg ou a agência reuters.

Um dos instrumentos fundamentais no processo de alocação de activos consiste na determinação do prémio de risco para as diferentes classes de activos, no caso concreto dos mercados accionistas, este pode ser representado pela diferença entre a remuneração implícita nas cotações de mercado (calculada a partir dos múltiplos de resultados a que transaccionam as empresas), e as yields das obrigações de dívida pública (remuneração do activo sem risco).

Como regra, e simplificando, quanto maior for este diferencial, melhor será o investimento em acções, relativamente ao investimento alternativo em obrigações de dívida pública, ou seja, o prémio de risco revela qual a remuneração adicional, permitida pela tomada de risco das acções.

Existem vários métodos para estimar os prémios de risco, neste artigo vamos considerar o modelo de cálculo dos prémios de risco a partir dos capitais próprios (equity) das empresas. Segundo o **Modelo de Gordon** dos dividendos com crescimento constante, o valor do equity de uma empresa é obtido tendo por base os seguintes pressupostos:



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

Segundo o modelo de Gordon [1] dos dividendos com crescimento constante, o valor do equity de uma empresa é dado por:

$$P_0 = \frac{div_1}{R_E - g}$$

Sendo:

P_0 : o valor por acção no momento 0;

R_E : Rendibilidade exigida pelos accionistas;

div_1 : Dividendo para o período seguinte;

g : Taxa de crescimento anual constante dos dividendos.

Esta taxa de crescimento (g), por sua vez, pode ser obtida da seguinte forma:

$$g = \left(1 - \frac{div_1}{EPS_1}\right) \times (ROE)$$

Sendo:

div_1 / EPS_1 : Payout da empresa (Dividendo para o período seguinte / Resultado por acção para o período seguinte)

ROE : Return on Equity (Resultado Líquido / Capital Próprio)

Por fim, subtraindo a yield das obrigações de dívida pública à rendibilidade esperada dos accionistas (R_E), obtém-se o prémio de risco implícito nas cotações de mercado:

$$ERP = \frac{EPS_1}{P_0} - R_f \Leftrightarrow ERP = \frac{1}{PER} - R_f$$

Sendo:

ERP = Equity Risk Premium

R_f = Yield das obrigações de dívida pública

$$\text{Por sua vez, } div_1 = EPS_1 \times \frac{div_1}{EPS_1}$$

Assim, substituindo na fórmula de Gordon original, obtém-se:

$$P_0 = \frac{EPS_1 \times \frac{div_1}{EPS_1}}{R_E - \left(1 - \frac{div_1}{EPS_1}\right) \times (ROE)}$$

Assumindo, mais uma vez por simplificação, que o ROE é igual à R_E – Damodaran [2] – obtém-se a seguinte expressão:

$$\text{Valor da acção: } P_0 = \frac{EPS_1}{R_E}$$

Resolvendo a fórmula em ordem a R_E , conclui-se que a rendibilidade exigida pelos investidores pode ser obtida, segundo este modelo, pelo inverso do PER (Price Earnings Ratio) a que transaccionam as acções no mercado:

$$R_E = \frac{EPS_1}{P_0} \Leftrightarrow R_E = \frac{1}{PER}$$

Por fim, subtraindo a yield das obrigações de dívida pública à rendibilidade esperada dos accionistas (R_E), obtém-se o prémio de risco implícito nas cotações de mercado:

$$ERP = \frac{EPS_1}{P_0} - R_f \Leftrightarrow ERP = \frac{1}{PER} - R_f$$

Sendo:

ERP = Equity Risk Premium

R_f = Yield das obrigações de dívida pública

Assim, fica claro que a definição de prémio de risco assenta em dois pressupostos conceptuais, por um lado que o prémio de risco é um valor “macro” que se aplica a todas as acções de um determinado mercado, por outro lado que este valor é uma valorização intrínseca da percepção de risco desse mercado.

Até aqui o conceito é aparentemente simples, no entanto actualmente nem o capital, nem o investimento, nem as empresas operam a uma escala determinística, quer do ponto de vista dos sectores de actividade, quer do ponto de vista dos mercados onde operam.



ISCAL

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Direção do Curso de Finanças Empresariais

Newsletter 14 – Maio 2016

Nesse sentido se estivermos a avaliar uma empresa Angolana com operações na Europa que prémio de risco deve ser utilizado? E se estivermos a avaliar uma empresa da Arábia Saudita com investimentos significativos na Europa, na China e no Japão? E se analisarmos uma empresa multinacional que opera simultaneamente no sector do petróleo e das energias renováveis?

De facto, no contexto de uma empresa multinacional é essencial dominar o conceito de prémio de risco e avaliar apropriadamente o contexto de cada País e sector de actividade onde a empresa opera no sentido de ter uma noção relativamente fidedigna da exposição de risco da empresa.

Neste quadro, fará sentido que o prémio de risco varie em função do País?

Faz todo o sentido que varie, no entanto devemos considerar que o risco de um negócio em Angola não é igual ao risco do mesmo negócio em Portugal ou na Alemanha.

Não obstante, a questão “nacional” perde predominância a partir de um determinado ponto porque o risco do País é idiossincrático, ou seja, é específico apenas daquele País e por esse motivo, num contexto de diversificação do negócio por várias regiões do mundo essa questão torna-se tendencialmente irrelevante, por exemplo, serão importantes os problemas atuais de liquidez em Angola para a Coca Cola?

No fundo para as empresas multinacionais de grande dimensão fará mais sentido considerar um prémio de risco em função dos riscos macroeconómicos que possam afectar a sua actividade, por exemplo, o efeito do açúcar nas doenças crónicas será seguramente um risco importante para o negócio da Coca Cola.

No entanto se não considerarmos o risco de liquidez da Coca Cola em todos os Países que baseiam a sua economia no preço do Brent, vamos subestimar o impacto que esta questão terá nos seus resultados.

Em suma, quando estamos a racionalizar o prémio de risco de uma empresa ou de um País devemos tentar perceber todos os factores determinantes e relaciona-los, com base numa abordagem estocástica, de forma a tentarmos contemplar todos os factores materialmente relevantes de forma proporcional à respectiva relevância para a empresa ou mercado alvo que pretendemos analisar.

6. Notas Finais:

Significado de Maquiavélico:

O que é maquiavélico: Adj. Péfido; sem escrúpulos: habilidade maquiavélica.

Fonte: dicionário online de Português

Nicolau Maquiavel: (1469-1527):

Foi um historiador, poeta, diplomata e músico italiano do Renascimento. É reconhecido como fundador do pensamento e da ciência política moderna, pelo facto de ter escrito sobre o Estado e o Governo como realmente são e não como deveriam ser. Os recentes estudos do autor e da sua obra admitem que seu pensamento foi mal interpretado historicamente.

Desde as primeiras críticas, feitas postumamente pelo Cardeal Inglês Reginald Pole, as opiniões, muitas vezes contraditórias, acumularam-se, de forma que o adjectivo maquiavélico, criado a partir do seu nome, significa esperteza, astúcia, aleivosia, maldade.

Fonte: Ridolfi, Roberto (2003), Biografia de Nicolau Maquiavel