

Newsletter 16 - Dezembro 2016

Editorial



Professor Arménio Breia e Professora Maria Carlos Annes

"Work hard never quit"

Trabalhar duro e nunca desistir são incontestavelmente elementos chave do sucesso e que sempre procuramos transmitir aos nossos alunos e que deverão ser desenvolvidos pela vida fora.

A aprendizagem e o desenvolvimento pessoal e profissional são processos contínuos e o caminho nem sempre é uma "autoestrada", mas antes o "caminho das pedras".

No segundo ano do novo curso de Finanças Empresariais, direção, professores e alunos que integram o curso estão claramente de parabéns por termos melhorado grande parte dos indicadores que constavam dos nossos objetivos:

- níveis de sucesso dos alunos (tanto mais relevantes quanto é certo que o início do novo plano de estudos não foi fácil, quer pelos constrangimentos externos, quer pela profunda reformulação efetuada);
- níveis médios de avaliação dos professores do curso divulgados pelo Conselho Pedagógico.

Estarem os nossos resultados entre os melhores dos cursos do ISCAL enche-nos de orgulho, sendo um estímulo para continuar: a qualidade é um processo de melhoria contínua em que todos deverão estar empenhados.

As duas conferências realizadas neste semestre, com um total de 400 participantes e a participação de pessoas ligadas a outras escolas, e ao meio empresarial, para além de professores do ISCAL, reafirmam o nosso projeto de formação.

A articulação escola/empresa, desenvolvimento sob o formato de seminários/conferências dos conteúdos curriculares, orientação dos alunos para a construção de currículos de formação diferenciadores, são alguns dos objetivos que nos propomos.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Por aquilo que consideramos um período de reafirmação do curso no caminho traçado e pelos sucessos alcançados, fica o nosso obrigado a todos os que contribuíram com o seu esforço: professores, funcionários, alunos.

"YES WE CAN"

A Direção

Maria Carlos Mourato Annes

Arménio Fernandes Breia

<u>Índice</u>

Internacionalização da banca: diversificação, criação de valor e risco	3
"The Walking Dead" Algumas distorções financeiras no Setor Empresarial do Estac particular dos transportes)	`
Serão os esquemas Ponzi e esquemas em pirâmide a mesma coisa?	23

Ficha Técnica:

Coordenação: Direção do Curso de Finanças Empresariais

Redatores: Professor Carlos Pinheiro Professor Arménio Breia

Mestre Sílvia Dias

Assessor de Coordenação: Professor Cândido Peres

Monitora Ana Borlido Monitora Ana Ribeiro Monitor André Tomé



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Internacionalização da banca: diversificação, criação de valor e risco



Professor Carlos Pinheiro

(o presente texto baseia-se em dois artigos publicados e um aceite para publicação em revistas *peer-reviewed* e em co-autoria, conforme indicado na nota finalⁱ).

1. Os motivos da internacionalização

As empresas multinacionais são um paradigma da globalização e, neste particular, os bancos que operam alémfronteiras ocupam uma posição destacada. De facto, no período que antecedeu a crise

de 2007-2008, segundo a *Forbes*, três das cinco maiores multinacionais eram bancos. Bancos internacionalmente diversificados encaravam-se então como imagens de marca da globalização, como o caso do Citigroup – presente em 140 países, com 300.000 empregados, mais de 16.000 agências e de 200 milhões de clientes – ou do HSBC - presente em 86 países, com 330.000 empregados, mais de 8.500 agências e de 128 milhões de clientes (Gulamhussen, Pinheiro e Pozzolo, 2017).

A diversificação geográfica (internacionalização) é em si mesma benéfica para as empresas e para a sociedade porquanto permite explorar economias de escala em intangíveis, facilita o acesso a recursos, reduz o risco e permite obter conhecimento mais variado (Hennart, 2011). O tema da internacionalização inscreve-se num debate mais alargado, quer à luz da teoria económica quer das finanças empresariais, que ponderam os custos e os benefícios que advêm de uma empresa se especializar ou então de diversificar as suas atividades. Do ponto de vista teórico, os argumentos a favor da internacionalização podem agrupar-se em três categorias principais.

Em primeiro lugar o aumento do poder negocial e de mercado (*market power*, segundo Edwards, 1955), neste último caso perante os concorrentes de menor dimensão (Montgomery, 1994; Villalonga, 2004a e 2004b). Este argumento é igualmente aplicável aos bancos visto que podem utilizar a informação sobre os seus clientes em vários mercados ganhando assim vantagem sobre os seus rivais (p. ex. Petersen and Rajan, 1994). É por isso que a diversificação geográfica predomina na banca relativamente a outras formas de internacionalização como por exemplo as parcerias ou o franchising (Jones, 1992). O segundo argumento a favor da internacionalização



Newsletter 16 - Dezembro 2016

remete para as economias de escala. No caso dos bancos, a importância dos ativos intangíveis e das competências técnicas e de gestão é potenciada pelo conhecimento proprietário sobre os seus clientes. Complementarmente, do ponto de vista da teoria das finanças empresariais os benefícios da internacionalização são justificados pela redução dos choques idiossincráticos na variância dos cash-flows, o que aumenta o valor de mercado das empresas (Lewellen, 1971). Finalmente, o terceiro argumento a favor da internacionalização, baseado em menores custos de agência, defende que os meios libertos das empresas são uma fonte de financiamento mais vantajosa do que o recurso ao mercado de capitais (Houston et al., 1997). Deste modo, os gestores (agentes) mais informados podem aumentar o valor da empresa selecionando os projetos mais rentáveis, em vez de pagarem dividendos aos acionistas (principais) menos informados (Stein, 1997; Cremers et al., 2008). Este argumento é igualmente aplicável aos bancos (Barba Navaretti et al., 2010; de Haas and Lelyveld, 2010).

Diversos autores têm contestado os benefícios da internacionalização, desde logo apontando os impactos negativos dos conflitos de interesses entre gestores (agentes) e acionistas (principais), com base na teoria da agência (Jensen e Meckling, 1976). A internacionalização poderá ainda ter efeitos negativos sobre as empresas reduzindo a sua eficiência em resultado de níveis adicionais de decisão e de controlo, com a alocação ineficiente de recursos às diversas atividades. Os bancos serão mais sensíveis a estes efeitos porquanto a sua atividade se baseia menos em informação explícita, sendo portanto mais difíceis de monitorizar por investidores externos (Morgan, 2002).

Atendendo a que a teoria aponta diversas explicações sobre a possibilidade de a internacionalização criar ou destruir valor, revela-se necessário analisar os impactos efetivos da internacionalização do ponto de vista empírico. Todavia os estudos nesta matéria - internacionalização e criação de valor - têm-se debruçado quase exclusivamente sobre empresas industriais, a que não é alheio o facto de os dados sobre empresas não financeiras serem mais acessíveis. No universo das empresas industriais a análise tem revelado efeitos reduzidos da internacionalização no valor das empresas (Caves, 1996; Markusen, 2004; Barba Navaretti e Venables, 2004; Helpman, 2006). Mas estudos mais recentes indicam um impacto significativo da internacionalização nos lucros (Fillat et al., 2015). E há que contar que as instituições financeiras são em parte diferentes das empresas industriais e de serviços, particularmente em termos de regulação, assimetrias de informação e por operarem no sector não transacionável da economia.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

2. A internacionalização dos bancos comerciais

É assim que em co-autoria com Azzim Gulamhussen e Alberto Pozzolo (2014, 2017) e também com Jean-François Hennart (2016) desenvolvi estudos empíricos com base numa amostra de bancos comerciais sediados por todo o mundo, com vista, por um lado, a analisar o impacto da internacionalização na criação de valor para os acionistas e na tomada de risco e, por outro lado, a apurar os principais determinantes das fusões e aquisições (F&A).

Os dados recolhidos para todas as F&A concluídas por bancos comerciais sediados em mais de 115 países ilustram o número e valor crescente das F&A, num período que decorre de 1981 a 2010 (cf. Figuras 1 e 2).

As F&A são uma forma comum dos bancos sediados num país se expandirem para outro (Buch e DeLong, 2004). São várias as razões que levam os bancos a optar pela fusão ou aquisição de outros bancos sediados em países estrangeiros. O primeiro motivo é comum às empresas industriais e de serviços que se expandem para o estrangeiro. No decurso da sua atividade, as empresas acumulam intangíveis, tais como novos produtos e processos. Estes intangíveis podem ser usados em mais um país sem diminuir a quantidade disponível em todos os outros países onde já são disponibilizados, tornando-os assim potencialmente mais rentáveis. Este é o motivo das empresas industriais que investem em investigação e desenvolvimento se expandirem além fronteiras (Hennart, 1982). Na atividade bancária, a experiência acumulada nas atividades de suporte ao negócio, no desenvolvimento de novos produtos e modelos de negócio, e nas novas tecnologias de comercialização e distribuição são intangíveis que podem ser transferidos de um país para outro (Williams, 1997). Os bancos espanhóis, por exemplo, introduziram novos produtos (tais como lottery linked deposit accounts, depósitos à ordem associados a prémios de lotaria) nas suas subsidiárias na América do Sul, e igualmente novos métodos de distribuição, tais como pontos de venda em estações de gasolina, supermercados e outros locais não-tradicionais (Guillen e Tschoegl, 2000). Bancos sediados em países onde a atividade bancária é altamente competitiva e avançada, têm acumulado esses intangíveis, e assim é expectável que se expandam para o estrangeiro para os explorar (Tschoegl, 2004).

A análise que realizámos por pares de países (país do adquirente e país de destino) sugere que o valor das F&A aumenta com a dimensão do país de origem; a probabilidade de ocorrência e o valor das F&A são funções crescentes da profundidade dos mercados financeiros do país de origem e outrossim da presença de empresas e emigrantes nos países de destino (Gulamhussen, Pinheiro, Hennart, 2016).



Newsletter 16 - Dezembro 2016

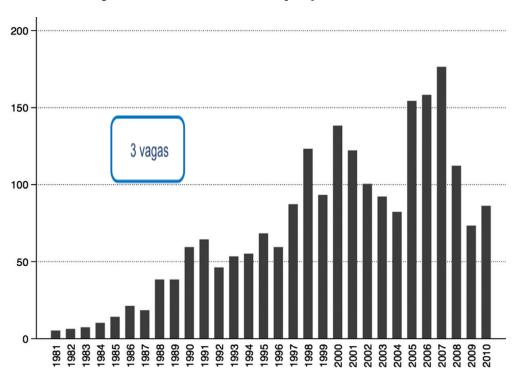


Figura 1 - Número de Fusões e aquisições de 1981 a 2010

Gulamhussen, M.A., Hennart, J.-F., Pinheiro, C.M. 2016. What drives M&As in commercial banking? Journal of Banking and Finance, forthcoming, http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.07.007

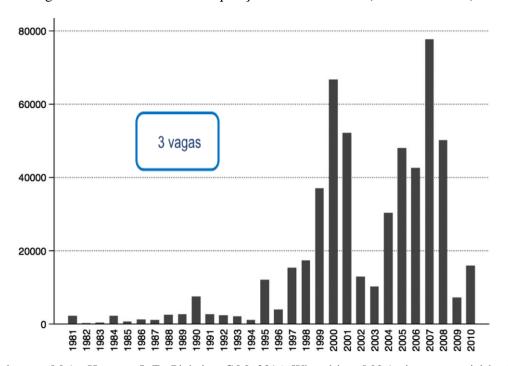


Figura 2 - Valor das Fusões e aquisições de 1981 a 2010 (milhões de USD)

Gulamhussen, M.A., Hennart, J.-F., Pinheiro, C.M. 2016. What drives M&As in commercial banking? Journal of Banking and Finance, forthcoming, http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.07.007



Newsletter 16 - Dezembro 2016

3. Criação de valor e risco

Os resultados da análise empírica no período de 2001-2007 que antecede a crise sugerem um prémio para os acionistas no caso dos bancos diversificados geograficamente. Assim, os bancos multinacionais beneficiam de economias de escala e de gama superiores aos custos que advêm de, em contrapartida, se tornarem organizações mais complexas. Embora seja provável que a expansão geográfica acarrete custos de agência maiores do que na atividade doméstica, os resultados empíricos sugerem que a internacionalização cria valor para os acionistas. A explicação deste resultado poderá requerer análise mais aprofundada; porém é consistente com a hipótese de que a internacionalização permite beneficiar de oportunidades de lucro adicionais.

Mas a partir de um determinado nível de internacionalização, os custos crescem mais rapidamente que os benefícios. Estes resultados são observados para bancos mais diversificados geograficamente como por exemplo Deutsche Bank, BNP Paribas e Société Générale, cujo valor para o acionista cresce menos que no caso de bancos menos diversificados, Cofitem-Cofimur em França ou DAB Bank na Alemanha. O aumento de valor para os acionistas é mais significativo para bancos com um nível de internacionalização médio que se expandem para países menos desenvolvidos.

Contudo, o estudo que analisa a tomada de risco para a mesma amostra de bancos comerciais e o mesmo período de análise revela que há um preço a pagar pelo aumento do valor para os acionistas: maior probabilidade de incumprimento (medida pela *expected default frequency*, EDF) e maior variabilidade dos retornos bolsistas. Os bancos diversificados geograficamente evidenciam níveis de risco mais elevados, principalmente os que mais se expandiram alémfronteiras. Como a diversificação implica uma redução dos riscos específicos das carteiras dos bancos, o aumento do risco total derivará dos modelos de negócio dos próprios bancos. Adotando esta linha de raciocínio, Diamond e Rajan (2009) argumentam que se afigura necessário ajustar os mecanismos dos incentivos de tomada de mais risco por parte dos bancos, de modo a contrabalançar o acesso mais fácil a atividades de maior risco que não são adequadamente avaliadas por investidores externos, supervisores e reguladores.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Referências

Barba Navaretti, G., Venables, A. 2004. Multinational Firms in the World Economy. New Jersey: Princeton University Press.

Barba Navaretti, G., Calzolari, G., Pozzolo, A.F., Levi, M. 2010. Multinational banking in Europe – Financial stability and regulatory implications: Lessons from the financial crisis. Economic Policy 25:703-753.

Buch, C. M., DeLong, G. 2004. Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?' Journal of Banking and Finance 28(9):2077-2102.

Caves, R.E. 1996. Multinational Enterprise and Economic Analysis. Cambridge: Cambridge University Press.

Cremers, M., Huang, R., Sautner, Z. 2008. Internal capital markets: The bright side of corporate politics. Yale ICF Working paper No. 08-19.

de Haas, R., van Lelyveld, I. 2010. Internal capital markets and lending by multinational banks. Journal of Financial Intermediation 19(1):1-25.

Diamond, D.W, Rajan, R. 2009 The credit crisis: Conjectures about causes and remedies. American Economic Review 92(2):606-610.

Edwards, C.D. 1955. Conglomerate bigness as a source of power. Pp. 331-352 in eds.: G. G. Stigler. New Jersey: Princeton University Press.Fillat, J. L., and S. Garetto. 2014. Risk, returns, and multinational production. Mimeo, Boston University.

Fillat, J. L., Garetto, S., Oldenski, L. 2015. Diversification, cost structure, and the risk premium of multinational corporations. Journal of International Economics 96(1):37-54.

Guillen, M., Tschoegl, A. 2000. The internationalization of retail banking: The case of Spanish banks in Latin America. Transnational Corporations 9(3):63-97.

Gulamhussen, M. A., Pinheiro, C.M., Pozzolo, A.F. 2014. International diversification and risk of multinational banks: Evidence from the pre-crisis period. Journal of Financial Stability 13(August):30-43.

Gulamhussen, M.A., Hennart, J.-F., Pinheiro, C.M. 2016. What drives M&As in commercial banking? Journal of Banking and Finance, forthcoming, http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.07.007.

Gulamhussen, M.A., Pinheiro, C.M., Pozzolo, F.A. 2107. Do multinational banks create or destroy shareholder value? Financial Markets, Institutions and Instruments, forthcoming.

Helpman, E. 2006. Trade, FDI, and the organization of firms. Harvard Institute of Economic Research Working paper No. 2118.

Hennart, J.-F., 1982. A Theory of Multinational Enterprise. Ann Arbor: University of Michigan Press.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Hennart, J.-F. 2011. A theoretical assessment of the empirical literature on the impact of multinationality on performance. Global Strategy Journal 1(1-2):135-151.

Houston, J.F., James, C., Marcus, D. 1997. Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking. Journal of Financial Economics 46(2):135-164.

Jensen, M.C., Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. Journal of Financial Economics 3(4):305–360.

Jones, G. 1992. Banks as Multinationals. Pp.1-13 in Banks as Multinationals, ed. G. Jones. London: Routledge.

Lewellen, W.G. 1971. A pure financial rationale for the conglomerate merger. Journal of Finance 26(2): 521-537.

Markusen, J.R. 2004. Multinational Firms and the Theory of International Trade. Cambridge: MIT Press.

Montgomery, C.A. 1994. Corporate diversification. Journal of Economic Perspectives 8(3):163-178.

Morgan, D.P. 2002. Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry. American Economic Review 92(4):874–888.

Petersen, M.A., Rajan, R. 1994. The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. Journal of Finance 49(1): 3-37.

Stein, J. C. 1997. Internal capital markets and the competition for corporate resources. Journal of Finance 52(1):111-133.

Tschoegl, A. 2004. Who owns the major US subsidiaries of foreign banks: A note. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 14(3):255-266.

Villalonga, B. 2004a. Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series. Journal of Finance 59(2): 479-506.

Villalonga, B. 2004b. Does diversification cause the diversification discount? Financial Management 33(2): 5-27.

Williams, B. 1997. Positive theories of multinational banking: Eclectic theory versus internalization theory. Journal of Economic Surveys 11(1): 71-100.

¹ O texto apresentado baseia-se nos seguintes artigos elaborados com apoio financeiro da FCT (PTDC/EGE-ECO/114977/2009) e administrativo do ISCTE-IUL:

Gulamhussen, M.A., Pinheiro, C.M., Pozzolo, A.F. 2014. International diversification and risk of multinational banks: Evidence from the pre-crisis period. Journal of Financial Stability 13(August):30-43.

Gulamhussen, M.A., Pinheiro, C.M., Hennart, J.-F. 2016. What drives cross-border M&As in commercial banking? Journal of Banking and Finance. In Press, Available online 22 July 2016

Gulamhussen, M.A., Pinheiro, C.M., Pozzolo, A.F. 2017. Do multinational banks create or destroy economic value? A cross-country analysis. Financial Markets, Institutions and Instruments, forthcoming.

As opiniões expressas e qualquer erro que o presente texto possa ter são da minha inteira responsabilidade.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

"The Walking Dead" - Algumas distorções financeiras no Setor Empresarial do Estado - (o caso particular dos transportes)



Professor Arménio Breia

O título que pedimos emprestado procura caraterizar um grupo de empresas do Setor Empresarial do Estado que vivem, do ponto de vista operacional e financeiro, em "coma profundo".

Estas empresas têm contribuído não apenas para o agravamento da dívida pública, como são um fator de distorção da realidade, exaustividade e transparência das contas públicas.

Na generalidade são insuficientemente capitalizadas, com preços de venda

artificialmente baixos e sem que os decisores políticos responsáveis pela definição desses preços fossem chamados a injetar as correspondentes indemnizações compensatórias ou subsídios à exploração.

Condições remuneratórias desajustadas da média nacional e com variações sem qualquer correspondência com as condições e resultados de exploração, têm agravado fortemente a situação operacional e financeira destas empresas.

Já no império romano os responsáveis políticos assumiam que "**pão e circo**" eram elementos essenciais para acalmar e controlar as multidões. Independentemente da legitimidade/razoabilidade deste objetivo, o que não é possível ignorar é que alguém tem de pagar, ou seja: "não há almoços grátis"!

Neste artigo vamos tentar enunciar, mais do que responder a várias questões (em simultâneo iremos também tentar destruir alguns falsos mitos que têm contribuído para confundir e distorcer a análise deste problema):

- O problema é especificamente português ou é, pelo contrário, um problema comum a grande parte dos países desenvolvidos?
- O controlo público é a base de preços baixos e controlados?
- Os resultados negativos devem-se essencialmente a insuficiência de capitais próprios e a elevados gastos de financiamento?
- A exploração tem vindo a tornar-se sustentável?



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Os resultados são baixos porque os preços (definidos politicamente) são baixos?

Claro que nesta fase inicial é importante desmistificar o conceito de que "público é mau e privado é bom" ou o seu inverso. As duas não são mais do que a versão dogmática exorcizada no "Triunfo dos Porcos" (Georges Orwell).

Como prova a análise das contas da Groundforce (Grupo TAP) e Portway (Grupo ANA), as duas de capitais públicos até 2012, a primeira acumulou enormes prejuízos até ser parcialmente privatizada em 2012, enquanto a segunda apresentava, na generalidade dos anos, rendibilidades positivas (não só no mesmo setor, mas operando nos mesmos aeroportos!).

Se não quisermos acreditar que a **rendibilidade** é uma "**caraterística genética**", com que uns são bafejados e outros não, teremos que procurar solução noutro lado.

Caraterização do problema – o cenário pré-troika (alguns dados)

Os dados referentes a 2010/2011 foram retirados do Anuário do Setor Empresarial do Estado, edição OTOC/Universidade do Minho.

A análise deste período é relevante dado tratar-se do ano (2011) da assinatura do Memorando de Entendimento e Resgate Financeiro.

- Portugal no contexto da OCDE (em 2011), 17 países analisados
 - > 93 empresas do SEE com 181 mil trabalhadores;
 - este número de empresas apenas é ultrapassado pela Espanha, com 151 empresas (mas 4 vezes mais população!);
 - ➤ quanto ao número de trabalhadores face à população total, Portugal ocupa o segundo lugar (equivalente à Finlândia) com 1,7% da população total; esta percentagem apenas é ultrapassada pela Noruega, dificilmente comparável com Portugal.
- DBC AP (Dívida Bruta Consolidada das Administrações Públicas

2010	162 mil milhões de euros
2011	185 mil milhões de euros

• Passivo Exigível do Setor Empresarial do Estado (e não Passivo Total!) em

2010	23,3% PIB
2011	26,6% PIB



Newsletter 16 - Dezembro 2016

- Para um Passivo Exigível do Setor Empresarial do Estado de cerca de 46 mil milhões de euros em 2011, 7 empresas de transportes e a REFER atingiam, nesse ano, cerca de 19,2 mil milhões de euros de Passivo Exigível (41,8% do total do SEE e mais de 3 vezes o défice do Orçamento de Estado!).
- As 8 empresas consideradas são a CP, Refer, Metro do Porto, Metropolitano de Lisboa, Carris, TAP, STCP e Transtejo.

Alguns dados eventualmente chocantes (pré-troika)

Os dados a seguir indicados não devem ser lidos por pessoas "financeiramente impressionáveis" nem por contribuintes preocupados com o eventual aumento de impostos (para cobrir dívidas destas empresas).

Capitais Próprios e Resultados Líquidos (**todos negativos**) e outros **valores em milhões de euros**:

	Cap.Próprio 2010	Cap.Próprio 2011	Ativos 2011	Res.Líquidos 2011
Refer	-1.755	-1.792	5.068	-162
СР	-2.459	-2.761	1.266	-289
Metro Porto	-925	-1.269	2.395	-397
Metro Lisboa	-658	-841	493	-146
TAP	-265	-343	1.982	-77
Carris	-776	-803	150	-29
STCP	-276	-331	110	-55
Transtejo	-109	-130	90	-21

Em 2011, apenas oito empresas somam capitais próprios negativos de 8.270 milhões de euros, representando um agravamento de 14,5% (cerca de mil milhões de euros!) em relação a 2010. Por mera coincidência este agravamento é um valor próximo dos prejuízos do exercício (1.176 milhões de euros), não tendo havido capitalizações relevantes ou qualquer indício de melhoria.

Ou seja: em 2011, a responsabilidade dos contribuintes pela dívida não coberta por ativos (se razoáveis ao valor registado nas contas!) representava cerca de 4,5% da DBC-AP (dívida bruta consolidada das administrações públicas), à época de 185 mil milhões de euros.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

O que mudou em 2014/2015?

Valores - Milhões de euros

	Capital Próprio	Passivos	Res.Transitados (todos negativos)	Res.Líquidos (todos negativos)
Refer c)				
CP b)	-3.162	3.888	-5.655	-279
Metro Porto	-2.412	4.541	-2.762	-193
Metro Lisboa - a) b)	+9	5.056	-1.587	-51
TAP b)	-530	1.904	-478	-156
Carris a)	-924	1.036	-1.092	-59
STCP b)	-504	594	-597	-31
Transtejo a)	-173	224	-221	-6

- a) Dados referem-se a 2014
- b) Realizados aumentos de capital social no exercício 2015
- c) Fusão na empresa Infraestruturas de Portugal afetando a comparabilidade

No caso do aparente "milagre" do Metropolitano de Lisboa, o **capital social** realizado passou de 603 milhões em 2011 para 1.628 milhões em 2014 (um aumento de 1.025 milhões em 3 anos)

O que "melhorou" (!!) em 2014 e 2015 a nível da capitalização (aumentos de capital destinados a cobrir uma "pequena" parte dos prejuízos acumulados (na prática apenas os compromissos financeiros de curto prazo em riscos de incumprimento):



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Valores em milhões de euros

СР		683,5
Metro Lisboa	a)	549,7
TAP	b)	154,3
STCP		5,8
Transtejo	a)	3,8

- a) dados de 2014
- b) aumento de prestações suplementares, inserido no processo de privatização parcial

Análise da sustentabilidade

A sustentabilidade de uma empresa assenta, no essencial, na capacidade de gerar resultados (positivos!) que permitam, **no futuro**, pagar os compromissos financeiros e remunerar o capital investido.

A primeira linha de sustentabilidade passará pela existência de resultados operacionais positivos de forma continuada (sob pena de que, mesmo anulando a totalidade do passivo, os resultados líquidos tenderão a ser negativos).

Níveis de resultados em 2014/2015

Valores em milhões de euros

	Res.Operacionais	Res.Liquídos
СР	-177	-279
Metro Porto	-102	-193
Metro Lisboa a)	-36	-51
TAP	-106	-156
Carris a)	-26	-59
STCP	-21	-31
Transtejo a)	-1	-6

a) Dados de 2014



Newsletter 16 - Dezembro 2016

A falta de sustentabilidade é clara, sendo de salientar que os resultados operacionais são sistematicamente negativos mesmo durante o período em que se aplicam os cortes salariais do setor público (a partir de 2016 este problema agravar-se-á fortemente caso não sejam aplicadas **profundas** medidas de reestruturação operacional.

A situação (insustentável?!) reflete-se por exemplo, na incapacidade do volume de negócios (vendas + subsídios à exploração) para cobrir as rúbricas de Gastos com o Pessoal e Fornecimentos e Serviços Externos em empresas como a CP e o Metro do Porto, dois dos casos mais graves (nível de materialidade) das empresas em análise.

A situação da TAP (Grupo) distingue-se das outras por ter apresentado variações significativas ao longo dos últimos anos. A empresa mais relevante do Grupo, a TAP Aviação apresentou entre 2009 e 2013, não só resultados operacionais positivos mas também resultados líquidos positivos. Em 2014 e sobretudo em 2015 os resultados líquidos da aviação foram negativos fruto de alguma "turbulência".

Os resultados positivos da aviação foram absorvidos pelos maus resultados da Groundforce (até 2012) e pela Manutenção do Brasil que se revelou um investimento ruinoso.

O Brasil representou entre 2011 e 2015 prejuízos de mais de 270 milhões de euros, a que se devem somar os cerca de 130 milhões de goodwill apresentados nas contas de 2014 e de muito difícil realização (se considerarmos o goodwill como expetativa de lucros futuros, neste caso, mais que expetativa é esperança!!!).

Algumas "constatações"

- Com exceção da TAP (que apresenta vários problemas de nível operacional mas tem essencialmente problemas financeiros e um investimento ruinoso no Brasil), as outras empresas em análise têm, na generalidade, graves problemas operacionais, com resultados operacionais sistematicamente negativos;
- Do ponto anterior resulta que, mesmo que o acionista (Estado) aumentasse o
 Capital Próprio das empresas de modo a anular a totalidade do Passivo, o que
 representaria um montante próximo do triplo do défice do Orçamento de Estado,
 no ano seguinte, se nada fosse feito a nível operacional, voltariam a surgir novas
 necessidades de capital (próprio ou passivo).

Necessidades de fundos sem fim ou a ilustração do conceito financeiro de círculo vicioso.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

• Também é claro, pela análise dos resultados transitados, fortemente negativos, que o problema não é recente, ultrapassando largamente os últimos anos; só a CP Comboios de Portugal tem, nas contas individuais no final de 2015, 5.655 mil milhões de euros de prejuízos a que se deverão somar 278 milhões de prejuízos de 2015 (para 242 milhões de volume de negócios!!);

Alguma demagogia, alguns "mitos", algumas distorções da realidade

Declarações do Presidente da CP (jornal SOL, 10 de Fevereiro de 2012):

- (...) "as empresas estão a ser asfixiadas pelo pagamento de juros, tornando-se impossível a obtenção de lucros";
- (...) "para 2012, espera-se um resultado operacional praticamente equilibrado (...)";

Estas declarações (excertos) consistem numa verdade, numa "quase" mentira e num erro de estimativa grave.

Com efeito, a dívida e os juros são insustentáveis, mas resultam de algumas dezenas de anos de ausência de soluções, nomeadamente indemnizações compensatórias que cubram os custos de exploração e/ou medidas de racionalização/redução dos gastos (nomeadamente gastos salariais desajustados da realidade do país e das condições de mercado);

No entanto com um prejuízo de exploração de 74 milhões de euros em 2010 e 44 milhões de euros em 2011 (valores referidos na entrevista do presidente da CP), antes do impacto de gastos financeiros, não basta "mexer" na estrutura de capital e nos seus custos.

Um erro grosseiro de estimativa: tendo em conta os planos existentes, medidas adotadas ou em curso e constrangimentos existentes, nomeadamente a nível laboral, considerar que em 2012 o resultado operacional seria "praticamente equilibrado", já não era uma estimativa mas um "ato de fé" (!!). O resultado operacional da CP em 2012 (contas individuais) atingiu 37 milhões de euros **negativos** para cerca de 272 milhões de vendas e subsídios para a exploração. Nestes prejuízos estão incluídos resultados extraordinários (positivos) dificilmente repetíveis/sustentáveis.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Já o jornal Sol (Economia), em 27 de Maio de 2011, e reportando a análise ao período pré-troika (memorando de entendimento), refere algumas vertentes do problema das empresas de transportes:

- (...) "os salários são das despesas correntes mais elevadas do Metro de Lisboa, tendo totalizado 84,8 milhões de euros em 2009. Para este montante muito contribuem os 25 subsídios diferentes. Os maquinistas, por exemplo, ganham uma média de 40 mil euros brutos anuais, valor muito acima da média nacional, situada nos 13 mil euros.
- No caso da CP, a remuneração variável ascende a 195 itens. O subsídio de condução, por exemplo custa 4 milhões de euros por ano, enquanto as chefias receberam, em 2010, prémios de 3,3 milhões de euros".

Segundo o Anuário do Setor Empresarial do Estado, em 2011, a CP tinha um custo total por trabalhador (conta Gastos de Pessoal/Nº médio de colaboradores) de 56,4 mil euros ano, contra 42,8 mil euros da TAP, 52 mil do Metro do Porto, 146 mil da NAV – Navegação Aérea e 25,7 mil do Hospital de Faro.

As contradições ou a demonstração de que o problema não é a ignorância mas a necessidade de apresentar um défice "aparentemente" mais baixo

Em 26 de Fevereiro de 2011, no Plenário da Assembleia da República, o então ministro das Obras Públicas, António Mendonça, "explicou "(!!) que "a dívida somada da CP e da Refer é da ordem dos 10 mil milhões de euros e que **desde há décadas** que a CP e a Refer apresentam **elevados défices operacionais**, financiados por endividamento bancário"(...).

Não poderíamos estar mais de acordo com as afirmações que, embora pareçam de um ministro que acabou de entrar em funções, são de um ministro de um governo há vários anos em funções, embora quase de saída (tudo isto se passa antes da troika e memorando de entendimento).

Em Março de 2011 o presidente da empresa Metro do Porto enviou uma carta ao Secretário de Estado do Tesouro e Finanças identificando necessidades de financiamento (mínimas) de 290 milhões de euros só para o primeiro semestre de 2011.

No início de 2011 a Standard & Poor's e a Moody's cortaram o rating da Refer, CP, Metro de Lisboa e Porto para "junk" (!) com base na probabilidade do Governo ter de apoiar estas empresas, que passou de "muito alta" a "extremamente alta" (!!). É espantoso quer o comentário quer terem demorado tanto tempo a perceber. Com efeito no ano anterior (2010), estas 4 empresas tinham capitais próprios negativos de 5.800 milhões de euros e um passivo exigível superior a 15 mil milhões de euros.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Falsas questões e distorções financeiras

Primeira falsa questão: "os resultados operacionais são negativos porque os preços são baixos"!!

• Claro que o preço de venda poderá ser inclusive zero, significando isso apenas que os decisores políticos responsáveis deverão atribuir os subsídios de exploração correspondentes

Segunda falsa questão: "apresentando algumas destas empresas um EBITDA positivo, poderão considerar-se sustentáveis" (!!)

- O EBITDA não é mais do que o resultado operacional acrescido dos gastos não desembolsáveis numa perspetiva imediatista;
- Mesmo sendo o EBITDA eventualmente positivo mas o resultado operacional sistematicamente negativo, esta situação impediria/dificultaria investimentos de substituição, pelo que é um raciocínio de "naufrago" ao ver "uma tábua flutuar"(!!); não podemos obviamente esquecer-nos dos elevados ativos fixos destas empresas e da necessidade sistemática de elevados investimentos de substituição.

Terceira falsa questão: "os gastos têm vindo a reduzir-se, criando condições para resultados operacionais positivos" (!!)

- Os gastos financeiros reduziram-se em alguns casos apenas porque os empréstimos bancários foram substituídos por empréstimos do Estado (a taxa mais baixa);
- Os gastos de pessoal não obstante algumas reduções de efetivos, reduziram-se essencialmente em função dos cortes salariais **temporários** aplicados a todo o setor público; em 2016 e 2017 a reposição dos valores anteriores provocará um efeito imediato nos resultados operacionais (já negativos antes disso).



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Algumas distorções financeiras e "algumas" curiosidades a nível do relato financeiro

Vamos analisar, de forma ilustrativa, o caso CP – Comboios de Portugal (contas individuais) – Claro que muitos comentários poderão ser facilmente adaptados para outras empresas.

- No último trimestre de 2014 o Estado Português concedeu um empréstimo à CP de 2.283 milhões de euros para "fazer face às necessidades de financiamento entre Outubro e Dezembro 2014" (!!) retirado do relatório da empresa; de notar que os financiamentos de curto prazo (correntes) no início de 2014 eram de 1.956 milhões de euros(!!):
- A operação referida é a principal responsável pela redução dos gastos financeiros em 2015.
- Dúvidas "metódicas" porque é que um acionista que tem como obrigação capitalizar a empresa, em vez de compensa/resolver prejuízos "empresta2 dinheiro à participada (debitando juros!)?
 - Quais as hipóteses de este empréstimo ser pago?
- Claro que o cálculo de alguns rácios sem ter em conta estas questões é um mero exercício de "ocupação dos tempos livres".
- Os montantes em causa deveriam ser tratados como prestações suplementares (ou instrumentos equiparados), não se justificando a contabilização de juros (receita ficcional nas contas do Estado).
- As contas (individuais) da CP apresentam em 2015 cerca de 242 milhões de euros de volume de negócios; só duas rúbricas de gastos (FSE e Gastos com o Pessoal) atingem 290 milhões de euros, pelo que não existe qualquer sustentabilidade.
- Os gastos com Pessoal apresentam em 2015 uma redução de 19% face a 2010 (Relatório de Gestão, pág. 55); Questão e em 2016 e 2017 com a reposição dos cortes salariais e das horas extraordinárias e o recrutamento de pessoal a partir de 2016 (Relatório, pag.19)?
- Em 2015 foram contabilizados gastos de 27 milhões de euros (mais de 25% dos gastos de pessoal do ano anterior!) decorrentes do acordo com as organizações representativas dos trabalhadores; este montante resulta "apenas" da integração dos abonos variáveis no conceito de remuneração usado para cálculo da retribuição de férias e subsídio de férias (pág. 61 do Relatório de Gestão).



Newsletter 16 - Dezembro 2016

- Sustentabilidade (pág.102 do Relatório):
 - ➤ "A situação operacional da CP apresenta sustentabilidade, sendo de referir a manutenção do EBITDA positivo" (...).
 - > "O Estado tem garantido todo o seu apoio à empresa" (...).
- Claro que, sendo o volume de negócios inferior à soma de FSE e Pessoal, facilmente se conclui que foram consideradas receitas eventuais extraordinárias (dificilmente repetíveis) para se alcançar este "milagre" de sustentabilidade;
- Uma "curiosidade" relativamente à estrutura de recursos humanos: na pág. 123 do Relatório de Gestão podemos ler que dos 2.684 colaboradores da CP (contas individuais) apenas 65 são semiqualificados, sendo todos os outros classificados como Diretores, Chefias e Profissionais altamente qualificados. Claro que a utilização do conceito "total cost" por colaborador (Gastos com o Pessoal/Número de Colaboradores) e a comparação com o valor equiparado de outras entidades públicas (hospitais, por exemplo) ou com a média nacional permite confirmar obviamente a exatidão desta classificação (pelo menos ao nível da remuneração).
- A demonstrar que, numa ótica de continuidade devemos considerar na análise o resultado operacional e não o EBITDA, está a a necessidade, em empresas com elevados ativos fixos, de investimentos de substituição significativos. A CP não compra comboios há 12 anos (Jornal Económico, 4 de Novembro de 2016).
- Com base no Boletim Informativo do 2º trimestre de 2015 do SEE Setor Empresarial do Estado (UTAM – Unidade Técnica de Acompanhamento e Monitorização do Setor Público Empresarial), o endividamento do SEE atingia 30.6 mil milhões de euros, sendo 17.8 mil milhões no setor dos transportes e armazenagem;
- Ainda com base no documento citado no ponto anterior, o endividamento real (2º trimestre 2015) ultrapassou o previsto em 939 milhões de euros o que demonstra o agravamento de prejuízos em muitos casos e os graves problemas de cash-flow, para além do facto de que algumas previsões são um mero exercício ficcional e demagógico.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

- O mesmo documento (UTAM) refere, mais uma vez, (pág.15) o crescimento do EBITDA do Metro do Porto, como um fator positivo "devido essencialmente a variações positivas no justo valor dos instrumentos financeiros de derivados" (!!).
 - Mais uma vez, em termos de análise, uma confusão entre o que é ou não relevante para a sustentabilidade. A análise de relatórios é mais do que um simples aglomerado de valores e variações percentuais retiradas do EXCEL!
- Curiosidade ou prova de que a liquidez e o fundo de maneio têm um interesse relativo na análise (funcionam mais pela negativa) é o facto de, segundo o Boletim da UTAM, as empresas do SEE setor de transportes no 2º trimestre de 2015 apresentam liquidez geral de 1,335 (contra 1,3 no final de 2014 !!); mais uma vez se prova que, se a dívida é grande e o acionista garante a dívida é relativamente fácil "empurrar" o passivo de curto prazo para longo prazo ("too big to fail"!).

Que futuro?

A reestruturação destas empresas, sendo possível terá que passar quer por uma maior transparência nas contas públicas (défice, dívida) quer pela aplicação de metodologias de gestão e análise similares às do setor privado.

A capitalização (origens de fundos públicas ou privadas) é relevante mas não dispensa a indispensável reestruturação operacional.

Anulação do passivo/injeção de capital sem reestruturação da estrutura, gastos, rendimentos levará à manutenção de prejuízos operacionais e, logo, novas necessidades de capital.

A reestruturação operacional terá de passar pelas alternativas (conjugáveis):

- Aumento das receitas cliente final (bilheteira, ...) critério utilizador pagador
- Aumento dos subsídios à exploração critério contribuinte pagador;
- Redução dos gastos de exploração, onde 2 rúbricas assumem particular relevância (FSE e Gastos com o Pessoal).



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Notas Finais

Esperamos com este texto, ter ajudado a "desconstruir" (mais uma vez citamos Mia Couto) alguns mitos, algumas distorções, alguma "demagogia" que fazem parte do nosso quotidiano.

A diferença desta "mitologia" em relação à mitologia grega ou hindu, por exemplo, é que nestas últimas os personagens eram bonitos, heroicos e as histórias tinham alguma lição e contexto de moralidade.

Nos casos dos mitos tratados neste artigo dificilmente vemos essas caraterísticas e, embora totalmente a despropósito, lembramo-nos mais uma vez de Woody Allen que dividia os seus interlocutores em três categorias os horríveis, os infelizes e os outros (que somos nós). Claro que fica a dúvida em qual dos grupos "classificar" os contribuintes!



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Serão os esquemas Ponzi e esquemas em pirâmide a mesma coisa?



Mestre Sílvia Dias

Introdução

A Auditoria, ao longo dos anos, tem vindo a desenvolver-se em função da realidade económica onde se insere, e também em resposta a uma sociedade cada vez mais exigente e atenta. Este acréscimo de atenção, em especial em resultado dos sucessivos escândalos financeiros com repercussões nos mercados financeiros, na confiança dos investidores mas também na nossa sociedade, levou ao surgimento de um novo ramo da auditoria, no sentido de colmatar o vazio

existente entre a função que a auditoria financeira proporciona e o que a sociedade dela exige, denominado por auditoria forense. Segundo Roque (2013), no contexto organizacional, se, num primeiro momento, a investigação da fraude era uma atividade que estava essencialmente reservada às polícias e entidades oficiais de investigação, nos últimos anos, tem vindo a crescer e a ganhar importância, por entidades privadas, os auditores forenses. Para a sua adequada compreensão e consequente prevenção e deteção de fraude, a auditoria forense requer conhecimentos para além da contabilidade e auditoria, nomeadamente, nas áreas do direito, matemática, informática, psicologia, criminologia, entre outras (Moreira, 2009). De acordo com o Banco de Portugal, as auditorias forenses são um instrumento complementar de supervisão que visam confirmar o cumprimento rigoroso das matérias que se inscrevam nas suas competências. Uma auditoria forense não é apenas uma mera auditoria financeira às contas, como normalmente acontece para a emissão da Certificação Legal de Contas. O objetivo da auditoria forense é perceber se as medidas e normas de controlo foram cumpridas sem uma obrigatoriedade de desconfianca de fraude para a sua ocorrência (Cavaleiro, 2014). A fraude tem vindo a assumir nos últimos tempos um protagonismo crescente, tanto pela frequência com que é praticada, como pelos elevados montantes envolvidos, atingindo uma dimensão cada vez mais relevante e sendo exercida em vários negócios, sob diversas formas e diferentes níveis de complexidade. De acordo com Roque (2013), na vida empresarial pode considerar-se que fraude é qualquer ato ou omissão intencional destinada a enganar outrem, resultando no sofrimento de perda da vítima, para que o autor obtenha um ganho.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

A Internacional Standard on Auditing (ISA) 240 (clarificada) «A responsabilidade do auditor ao considerar a fraude numa auditoria de demonstrações financeiras», define fraude como sendo

[u]m acto intencional praticado por um ou mais indivíduos de entre a gerência, encarregados da governação, empregados ou terceiros, envolvendo o uso propositado de falsidades para obter uma vantagem injusta ou ilegal (International Federation of Accountants, 2010).

No âmbito das fraudes que se conhecem, são relevantes, pela dimensão e impacto que provocam, os esquemas de Ponzi e os esquemas em pirâmide.

No trabalho de dissertação desenvolvido no mestrado de Auditoria, sobre a "Caraterização e Identificação de Esquemas Ponzi", foi efetuada a sua comparação com os esquemas em pirâmide e evidenciadas as semelhanças e diferenças. Trata-se de fraudes profusamente espalhadas em vários continentes, que continuam a existir, produzindo graves danos financeiros e sociais a muitas pessoas e à sociedade em geral, atraindo pessoas e investidores institucionais para este tipo de esquemas.

O que é um esquema Ponzi?

A Securities and Exchange Commission (SEC), que detém a responsabilidade primária da regulação do setor de valores mobiliários, nos Estados Unidos da América (EUA), descreve o esquema Ponzi como uma fraude de investimento que paga os investidores existentes, com recursos arrecadados de novos investidores, onde os autores de esquema Ponzi, muitas vezes, prometem investir o seu dinheiro e gerar altos retornos com pouco ou nenhum risco. Em muitos esquemas Ponzi, os fraudadores não investem o dinheiro, em vez disso, usam-no para pagar àqueles que investiram mais cedo e poderem assim manter alguns recursos para si próprios. Com pouco ou nenhum lucro legítimo, os esquemas Ponzi requerem um fluxo constante de dinheiro novo para sobreviver. Quando se torna difícil recrutar novos investidores, ou quando um grande número de investidores efetua levantamentos, estes esquemas tendem a entrar em colapso (SEC, 2015). De acordo com Frankel (2012), os esquemas Ponzi são oportunidades de investimento oferecidas com condições favoráveis e um interesse exacerbado em fazer fortuna. O objeto pode ser a capacidade reconhecida de gerir grandes fundos por parte do autor do esquema, um conhecimento especial acerca de uma transação financeira ou ainda uma experiência superior no mercado de valores mobiliários, como foi o caso de Bernard Madoff.



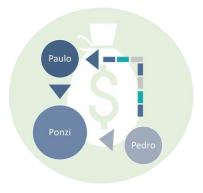
Newsletter 16 - Dezembro 2016

Como funcionam os esquemas Ponzi?

De acordo com Frankel (2012), um esquema Ponzi defrauda investidores do seguinte modo: o autor do esquema oferece aos investidores a realização de investimentos com retornos extraordinários, acima do mercado, ao mesmo tempo que garante a segurança do capital inicial investido, uma vez que se apresenta como sendo sem risco ou de baixo risco. Presume-se que os lucros derivam de algum negócio, produto, ou investimento financeiro. Esta autora defende que, na verdade, não existe qualquer negócio, produto ou investimento financeiro, isto porque o esquema funciona simplesmente com a entrada de capital para pagar os lucros aos investidores e, por vezes, os seus próprios investimentos são pagos pelos novos investidores que aderem ao esquema quando lhes são feitas promessas semelhantes.

Para o juiz Anderson, que presidiu a um dos julgamentos de Charles Ponzi, o esquema consiste simplesmente na fraude de pagar aos primeiros investidores com a contribuição dos investidores mais recentes que haviam aderido ao esquema. O juiz James D. Olmstead, que presidiu ao processo de falência da empresa de Ponzi, explicou que se tratava de um esquema no qual Ponzi roubava Pedro para pagar Paulo (Cres, 2014).

Figura 1 – Funcionamento do esquema Ponzi



Caraterísticas do esquema Ponzi

- Aparente legalidade do negócio
- Elevados retornos sem risco
- Conquista da confiança
- Secretismo justificado dos detalhes do negócio
- Necessidade de adesão imediata
- Ocultação da fraude por atitudes positivas



Newsletter 16 - Dezembro 2016

O que é um esquema em pirâmide?

Conforme descrito no *site* da SEC, no clássico esquema em pirâmide, os participantes tentam ganhar dinheiro unicamente através do recrutamento de novos participantes, geralmente onde:

- O promotor promete um alto retorno em um curto período de tempo;
- Nenhum produto ou servi
 ço genu
 íno é realmente vendido;
- A ênfase principal é sobre o recrutamento de novos participantes.

Todos os esquemas em pirâmide entram em colapso, e a maioria dos investidores perdem o seu dinheiro. Os fraudadores frequentemente promovem esquemas em pirâmide através da comunicação social, publicidade na *internet*, *sites* de empresas, apresentações de grupo, chamadas em conferência, vídeos no *YouTube* e outros meios. Os promotores do esquema em pirâmide podem realizar apresentações em grandes salas de conferência de hotéis para divulgar o plano de negócio como um programa legítimo de *marketing* multinível (MMN). No entanto, os fraudadores usam o dinheiro pago pelos novos recrutas para pagar os investidores da fase anterior, que normalmente também recrutam novos aderentes. Em algum momento, os esquemas ganham uma dimensão tal que o promotor fica sem recursos para poder receber o dinheiro suficiente de novos investidores para pagar aos investidores anteriores, e as pessoas perdem o seu dinheiro.

Um tribunal definiu um esquema em pirâmide, como «qualquer plano, programa, dispositivo, sistema ou outro processo caraterizado pelo pagamento de dinheiro pelos participantes da empresa, em troca de terem a benesse de vender um produto, e o direito de receber em troca, o recrutamento de outros participantes nos programas de recompensas, que não estão relacionados com a venda do produto para usuários finais.» (Frankel, 2012).

Segundo Cres (2014), o esquema de enriquecimento rápido, denominado por pirâmide financeira, baseia-se no recrutamento de novos interessados, podendo apresentar-se de forma mais sofisticada, persuasiva e discretamente disfarçada, quando relacionado com a venda de produtos e serviços, recebendo, nesse caso, o nome MMN. Um esquema em pirâmide depende do fluxo de dinheiro e do recrutamento, tornando cada um dos seus elos, os denominados investidores, um elemento chave, cuja atividade e comprometimento com o esquema, são primordiais para o sucesso de todos, garantindo a esperança de que novos participantes recuperarão os seus desembolsos. A inclusão continuada de investidores cria camadas ou níveis de participantes à medida que novos aderentes vão sendo posicionados na base da estrutura, cuja representação acaba por ser a de uma pirâmide.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

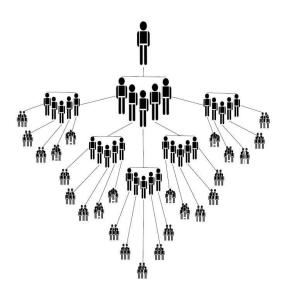


Figura 2 – Estrutura do esquema em pirâmide

Deste modo, o esquema cria uma hierarquia entre investidores, com o crescimento da estrutura, determinando como cada um participará nos lucros. A matemática que envolve um esquema em pirâmide é simples, há muitos que perdem, para poucos alcançarem lucros maiores que os esperados, dependendo da atividade de recrutamento na base da estrutura.

Funcionamento do esquema em pirâmide

Quando os fraudadores tentam ganhar dinheiro unicamente através do recrutamento de novos participantes num programa, ou seja um esquema em pirâmide, há apenas um possível resultado matemático - colapso. Supondo que um participante deve recrutar seis outros participantes, que, por sua vez, deve encontrar seis novos recrutas cada, em apenas 11 camadas do *downline*, precisaria de mais participantes do que toda a população dos EUA para manter o esquema.



Newsletter 16 - Dezembro 2016

A figura 3 mostra como todos os esquemas em pirâmide se desenvolvem e estão destinados a entrar em colapso:

Figura 3 – Funcionamento de um Esquema em Pirâmide

Fonte: SEC, 2015

Neste exemplo, podemos verificar uma estrutura de treze níveis, em que cada participante tem a possibilidade de recrutar seis novos participantes abaixo dele. Estamos perante uma pirâmide constituída por 6 pessoas no primeiro nível, o nível superior; 36 pessoas abarcam o segundo nível, estando preparadas para assumirem a posição mais lucrativa no topo da pirâmide; 216 pessoas no terceiro nível; 1.296 participantes no nível seguinte; 7.776 pessoas no quinto nível. Os demais níveis evidenciam a ampliação da base da pirâmide. No sexto nível, seriam mais de 46 mil pessoas ligadas a mais de 279 mil participantes no nível abaixo. Por fim, na base da pirâmide, no oitavo nível, estariam mais de 1,6 milhão, contingente maior do que população de muitas cidades.

Caso esta pirâmide tivesse somente nove níveis, na sua base figurariam, mais de 10 milhões de pessoas, o equivalente à população de muitos países, como Portugal. Fica evidente que dificilmente todos os participantes conseguirão ser atendidos, e que o esquema acaba por si só desgastado, esgotando o seu crescimento.

De acordo com Frankel (2014), a genialidade deste regime é que as vítimas pagam aos fraudadores por uma história, e pelo privilégio de vender essa história a outros, e não pagam uma vez, mas continuamente, contanto serem remunerados pelos seus recrutas. As vítimas tornam-se, em certa medida, fraudadores. Para distinguir um sistema de pirâmide



Newsletter 16 - Dezembro 2016

a partir de um sistema de distribuição legítima a vários níveis, é necessário apenas descobrir quem está a comprar. Se os compradores são os consumidores, o sistema é um sistema de distribuição multinível. Se a maioria dos compradores são os distribuidores futuros, e se os mesmos estão a pagar pelo privilégio de venda, é provável que o sistema seja um esquema ilegal em pirâmide.

Caraterísticas do esquema em Pirâmide

De acordo com a SEC, um esquema em pirâmide tem as seguintes caraterísticas:

- Ênfase no recrutamento
- Inexistência de um produto ou serviço genuíno para venda
- Promessas de retornos elevados num curto período de tempo
- Dinheiro fácil ou rendimento passivo
- Não demonstram a receita de venda
- Comissão de estrutura complexa

Diferenças entre o esquema Ponzi e o esquema em pirâmide

O esquema Ponzi e o esquema em pirâmide são relacionados, porque ambos envolvem o pagamento a membros mais antigos com o dinheiro de novos participantes, em vez de lucros reais de investimento ou de venda de produtos.

De acordo com Frankel (2012), os esquemas Ponzi são «primos chegados» de esquemas de distribuição em pirâmide.

Segundo Cres (2014), no esquema Ponzi, o promotor tem o controlo e pode decidir, na maioria das vezes, quando descontinuar o esquema. Por outro lado, nas pirâmides financeiras, os promotores ou iniciadores não têm qualquer controlo sobre o andamento da movimentação financeira, no que depende das ações dos novos participantes. Outra diferença entre os dois tipos de fraude prende-se com a liberdade de escolha do promotor, ou seja, consiste no facto de o retorno financeiro obtido pelo participante num esquema Ponzi estar correlacionado, exclusivamente, com o capital por ele investido, contrariamente a uma pirâmide financeira, em que um investidor receberá retornos crescentes em função do número de novos participantes que entrem abaixo dele na estrutura da pirâmide. O esquema Ponzi funciona estritamente no contínuo pagamento



Newsletter 16 - Dezembro 2016

dos primeiros participantes com os recursos oferecidos pelas entradas mais recentes, sem a preocupação com o recrutamento ou com a posição ocupada na estrutura por cada participante, mas sim com a entrada de novos recursos financeiros.

Naturalmente, esquemas Ponzi e pirâmides financeiras estão relacionados, porque ambos envolvem pagamentos aos participantes que estão no negócio há mais tempo, com o dinheiro dos participantes que estão ainda a entrar, sendo dessa forma irrelevante a transação com o ativo-objeto ou com os produtos envolvidos. No entanto, numa pirâmide, o aliciamento típico promete altos retornos depois de um único pagamento, restando ao participante tornar-se distribuidor de um produto, o que tipicamente não se trata de um produto genuíno ou competitivo no mercado. Quase sempre esse produto não existe ou somente pode ser vendido para outras pessoas se estas se tornarem distribuidores. O participante deve pagar uma taxa para estar envolvido no negócio e recrutar novos participantes e dessa forma lhe permitir receber pagamentos. Já nos esquemas Ponzi, aos participantes são oferecidos altos retornos com baixo ou mesmo nenhum risco, simplesmente ao entregarem os seus recursos para investimento num negócio que não existe. Neste tipo de fraude, o retorno do participante depende proporcionalmente do capital investido e do tempo de participação, sem existir a necessidade de recrutar qualquer participante.

Outro aspeto de diferenciação destes dois tipos de fraude consiste no grau de interação com o promotor do negócio. Na pirâmide financeira, o participante não tem que necessariamente conhecer o promotor original, dado que os participantes mais recentes entram em níveis mais afastados do promotor. No esquema Ponzi, o participante tende a interagir diretamente com o operador do esquema, tornando todo o relacionamento mais pessoal, o que favorece a aplicação de atributos do promotor na conquista de investidores.

Por último, a velocidade do colapso, é também distinta, nas duas modalidades de fraude. Na pirâmide financeira, o colapso dá-se de imediato, dado que o negócio exige um crescimento exponencial no número de novos participantes a cada nível, o que se torna muito difícil ou mesmo impossível em certo momento. Por sua vez, os esquemas Ponzi podem apresentar um padrão e colapso mais lento ou podem oscilar no sentido do fim, dependendo de como os participantes reinvistam os seus ganhos e de como o operador lida com as primeiras oposições ao esquema (Cres, 2014).



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Síntese

A SEC identifica algumas diferenças comuns entre os dois tipos de fraude financeira:

Quadro 1 - Diferenças entre esquema em pirâmide e esquema Ponzi

	Esquema em pirâmide	Esquema Ponzi	
Typical "hook" Ganho de lucros elevados, fazendo um pagamento e encontrando outras pessoas para se tornarem distribuidores de um produto. O esquema normalmente não envolve um produto genuíno. O suposto produto pode não existir ou pode ser "vendido" apenas para outras pessoas que também se tornam distribuidores.		investimento com pouco ou nenhum risco, bastando entregar o seu dinheiro; muitas vezes o investimento não existe ou apenas uma pequena percentagem dos fundos	
Pagamentos	Deve pagar uma única vez ou uma taxa de participação recorrente e recrutar novos distribuidores para receber pagamentos.	Angariação de novos dinheiros necessários para receber pagamentos.	
Interação com o promotor inicial	Às vezes nenhum. Novos participantes podem entrar no esquema de pirâmide em diferentes níveis.	Promotor geralmente interage diretamente com todos os participantes.	
Como o esquema funciona	Fundos de novos participantes são usados para pagar comissões de recrutamento para os participantes anteriores.	Os fundos dos novos investidores são usados para pagar os retornos pretendidos para os investidores anteriores.	
Colapso	Rápido. É necessário um aumento exponencial do número de participantes em cada nível para evitar o colapso.	Pode ser relativamente lento, se os participantes existentes reinvestirem o dinheiro.	

Fonte: Adaptado SEC, 2015



Newsletter 16 - Dezembro 2016

Bibliografia

CAVALEIRO, Diogo – **O que é uma auditoria forense?**. [Em linha]. Jornal de Negócios, [Consult. 03 dez. 2015] Disponível em: http://www.jornaldenegocios.pt/ empresas/detalhe/o que e uma auditoria forense.html.

CRES, Fabio – Esquema Ponzi: como tirar dinheiro dos incautos. [eBook]. 2014.

ISA 240 - A responsabilidade do auditor ao considerar a fraude numa auditoria de demonstrações financeiras — **Manual das Normas Internacionais de Controlo de Qualidade, Auditoria, Revisão, Outros Trabalhos de Garantia de Fiabilidade e Serviços Relacionados**. 1ª ed. International Federation of Accountants, 2010. ISBN: 978-1-60815-052-6.

FRANKEL, Tamar – The Ponzi Scheme Puzzle: A History and Analysis of Con Artists and Victims. 1^a ed. Oxford University Press, 2012. ISBN-13: 978-0199926619.

MOREIRA, Nuno – **A Auditoria (Forense) e a Fraude**. [Em linha]. (2009) [Consult. 03 dez 2015] Disponível em: http://visao.sapo.pt/actualidade/economia/a-auditoria-forense-e-a-fraude=f501807.

SEC - **Ponzi Schemes** [Em linha]. Securities and Exchange Commission, [Consult. 03 fev. 2015] Disponível em: http://www.sec.gov/answers/ponzi.htm.

SEC - Beware of Pyramid Schemes Posing as Multi-Level Marketing Programs [Em linha]. Securities and Exchange Commission, [Consult. 04 fev. 2015] Disponível em: http://www.sec.gov/investor/alerts/ia_pyramid.htm.

SEC - **Pyramid Schemes** [Em linha]. Securities and Exchange Commission, [Consult. 04 mar. 2015] Disponível em: https://www.investor.gov/investing-basics/avoiding-fraud/types-fraud/pyramid-scheme.

ROQUE, Pedro. **Auditor Forense** — **Contributo para a definição de uma nova profissão em Portugal**. [em linha] (s.d) [consult. em 27 nov. 2015] Disponível em: http://www.otoc.pt/news/comcontabaudit/pdf/128.pdf.

PARLAMENTO E CONSELHO EUROPEU – **Regulamento (UE) Nº 537/2014 do Parlamento europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.** Estrasburgo: Jornal Oficial da União Europeia - L158 (77-112), 2014.