

COBERTURA DO RISCO FINANCEIRO NAS EMPRESAS DO PSI 20

Lara de Campos Augusto
ISCA – Universidade de Aveiro
laracaugusto@ua.pt

Joaquim A. Neiva dos Santos
ISCA – Universidade de Aveiro
joaquim.neiva@ua.pt

Elisabete F. Simões Vieira
Unidade de Investigação GOVCOOP
ISCA – Universidade de Aveiro
joaquim.neiva@ua.pt

RESUMO

Este estudo pretende analisar a cobertura do risco financeiro das empresas constantes do *Portuguese Stock Index* (PSI) 20. Para tal, foram examinados os relatórios e as contas individuais e consolidadas das respetivas empresas, analisando o período compreendido entre 2008 e 2012.

No que se refere à identificação do risco financeiro, os resultados evidenciam que os riscos inerentes às empresas constantes do PSI 20 são o risco de crédito, o risco de câmbio, o risco de taxa de juro, o risco de liquidez e o risco de preço. Quanto aos instrumentos utilizados para a sua cobertura, constatámos que as empresas tendem a selecionar o instrumento que mais de adequa às suas necessidades. À exceção de determinados produtos, tais como os *swaps* ou os *forwards* para cobertura do risco de câmbio e de taxa de juro, não se identificou preferência por nenhum instrumento de cobertura em particular.

Palavras chave: Risco financeiro, Cobertura de risco

ABSTRACT

This paper aims to analyze the financial risk hedging in Portuguese Stock Index (PSI) 20 listed companies. To this propose, we have reviewed the individual and consolidated account reports of the respective companies, analyzing the period between 2008 and 2012.

Regarding financial risks we identified the following in PSI 20 firms: credit risk, currency risk, interest rate risk, liquidity and price risk. As counter measures we found that these firms use as hedge the instruments that best suits their needs. In this aspect no preference on any particular hedging instrument was found, except in the case of swaps and forwards products, as hedge for currency risk and interest rates.

Keywords: Financial risk, Hedging strategies

1. INTRODUÇÃO

Tanto a nível nacional como internacional, os temas relacionados com o risco a que as empresas estão sujeitas, a sua análise, gestão e cobertura, assumem cada uma relevância crescente, tornando-se necessário perscrutar de que forma é que o risco é efetivamente gerido ou coberto, bem como as políticas de gestão de risco seguidas e quais os instrumentos utilizados.

Embora o conceito de risco seja encarado muitas vezes como a probabilidade de existência de acontecimentos negativos, este pode igualmente ser visto como uma possibilidade de aproveitamento de oportunidades e ganhos.

Uma clara identificação dos riscos financeiros e uma gestão eficaz, adaptada ao perfil financeiro de cada empresa, permite a redução ou eliminação da eventual possibilidade de não concretização dos resultados esperados. Assim sendo, é necessário o estabelecimento de estratégias e a adoção da política e dos instrumentos de cobertura mais adequados, de modo a implementar medidas corretivas de forma mais rápida e eficaz.

Com este trabalho pretende-se identificar quais os riscos financeiros divulgados pelas empresas nos seus relatórios anuais, analisar de que forma esses riscos são cobertos e quais os instrumentos de cobertura de risco (*hedging*) utilizados. Adicionalmente, pretende-se perceber as eventuais diferenças em sede de gestão do risco entre empresas individualmente consideradas e contas consolidadas, bem como identificar possíveis diferenças entre os riscos financeiros e formas de cobertura que possam existir de setor para setor de atividade.

O presente trabalho encontra-se organizado do seguinte modo. Na secção 2 será feita uma breve revisão da literatura. Na secção 3 expõe-se a metodologia utilizada, formulam-se os objetivos e as questões orientadoras da investigação, e caracteriza-se a amostra. Seguidamente, efetua-se a apresentação e discussão dos resultados da análise dos Relatórios e Contas anuais das empresas do PSI 20 relativamente à cobertura do risco financeiro. Por último, tecem-se as principais conclusões, as limitações do estudo e futuras linhas de investigação.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Na literatura são várias as definições de risco encontradas, todas elas confluindo para a ocorrência de um acontecimento incerto. Embora várias definições de risco apontem para algo indesejável, associado a perigo ou ameaça, outras definições consideram que o risco está associado a incerteza, que tanto poderá originar futuras perdas, como oportunidades ou ganhos.

Segundo o *International Federation Accounts* e o *International Federation of Accountants* (1999), o verdadeiro potencial de uma empresa só é atingido quando é feita uma gestão dos riscos, explorando tanto o “lado positivo”, como o “lado negativo”. O primeiro tem em conta que “o risco é inerente aos negócios” (IFAC, 1999) e que deve ser gerido de forma a melhor potenciar as oportunidades e, finalmente, o lucro. Só o equilíbrio entre risco e rendibilidade poderá maximizar a riqueza dos *stakeholders*; o segundo requer uma boa gestão do “lado positivo”, combinando a conformidade das políticas de gestão do risco com o desempenho da organização, reduzindo, assim, a possibilidade da sua ocorrência (IFAC, 1999).

Existem vários fatores económicos, sociais, culturais e tecnológicos que podem influenciar a exposição ao risco.

Quadro 1. Tipologia de riscos

Tipos de risco	Conceito
Risco Financeiro	Engloba o risco de taxa de juro, risco de câmbio, risco de mercado, risco de liquidez e risco de crédito.
Risco Operacional	Abrange a satisfação do cliente, desenvolvimento de produtos, eficiência e desempenho, abastecimento, gestão de Recursos Humanos, fracasso de produtos e serviços, saúde e segurança e erosão da marca.
Risco <i>Empowerment</i>	Abrange a liderança e gestão, <i>outsourcing</i> , incentivos ao desempenho, alteração da disponibilidade e comunicação.
Risco de Divulgação e Tecnológico	Abrange o que respeita a integridade, o acesso e a disponibilidade da informação.
Risco de Integridade	Engloba a fraude interna, a prática de atos ilegais e a reputação.
Risco estratégico	Abrange toda a análise do meio envolvente (ambiente, industria, portfólio de negócios, concorrência, preços e planeamento).

Fonte: Adaptado de *Linsley et al.* (2006).

Consequentemente, são vários os tipos de risco que podem afetar as organizações. Segundo *Linsley et al.* (2006), o risco pode ser dividido em diversas categorias, conforme se pode observar expõe no Quadro 1.

Segundo *Bacic et al.* (2013, p. 51) “o risco financeiro está associado à possibilidade de perdas no mercado financeiro” conduzindo à não ocorrência ou dispersão dos resultados esperados, e podendo ter diversas características diferenciadoras. Neste sentido, pode assumir diferentes tipologias de risco, como: i) risco de crédito; ii) risco de soberania; iii) risco de volatilidade; iv) risco de desfasamento; v) risco de base; vi) risco de entrega; e ainda vii) risco de mercado. Este último pode assumir a forma de risco de câmbio ou risco de taxa de juro.

Quadro 2. Tipologia de riscos financeiros

Tipos de Risco Financeiro	Conceitos
Risco de crédito (ou de contrapartida)	Está associado à possibilidade de uma das partes contratuais não cumprir as obrigações assumidas de realizar os pagamentos devidos nas datas de vencimento (<i>Pinho et al.</i> , 2011).
Risco de soberania	Ocorre nas dívidas de um país globalmente consideradas por circunstâncias inerentes à soberania dos Estados, ou em geral, distintas do risco comercial (<i>Pinto</i> , 2002, p. 87).
Risco de volatilidade (ou de trajetória)	Está relacionado com os fatores de variação responsáveis pelas flutuações de taxas de juro e taxas de câmbio (<i>Pinto</i> , 2002, p. 87).
Risco de desfasamento	Está associado à divergência entre vencimentos e montantes, em operações em que estão previstas trocas de posições. Verifica-se quando não existe coincidência entre montantes e/ou vencimentos de recebimentos e pagamentos relativos às posições que se relacionam entre si (<i>Pinto</i> , 2002, p. 87).
Risco de base	Reside “na variação desfavorável em relação a uma determinada posição estratégica de cobertura” (<i>Costa Ran e Font Vilalta cit. por Pinto</i> , 2002, p. 87).
Risco de entrega	Está associado ao crédito tradicional adaptado aos produtos do mercado (adiantamento de divisas, entre outras) e que está ligado à não entrega em devido tempo dos fundos negociados para serem postos à disposição da contraparte numa data futura (futuros) (<i>Pinto</i> , 2002, p. 87)

Risco de câmbio	Está relacionado com a variação de preços de uma divisa relativamente a outra. Uma empresa está sujeita a este tipo de risco quando efetua operações comerciais ou de financiamento com um agente económico estrangeiro com uma moeda diferente da sua. Este desfasamento pode, também, ser favorável à empresa (Pinto, 2002, p. 87).
Risco de taxas de juro	Prende-se com a volatilidade que lhes é inerente. Esta volatilidade tem a ver com as variações que as taxas de juro sofrem, motivadas por fatores económicos, sociais, políticos, entre outros (Pinto, 2002, p. 88).

Fonte: Sistematização própria

É fundamental e um objetivo primordial das empresas proceder à cobertura do risco, já que qualquer ato de negócio implica por si só enfrentar todo o tipo de riscos. Assim, e por forma a reduzir ou eliminar a possibilidade de afastamento ou não concretização dos resultados esperados, as empresas devem adotar medidas de gestão do risco (Cruz *et al.*, 2010).

Os instrumentos financeiros são um dos mecanismos que estão ao dispor da empresa, nomeadamente para fins de cobertura de risco, em particular, os derivados. De acordo com Pinho *et al.* (2011, p. 114) os derivados são instrumentos financeiros “essencialmente utilizados para a cobertura do risco (*hedging*), podendo igualmente ser usados por motivos especulativos e arbitragistas.” Para ser feita a cobertura do risco através de contratos de derivados, o investidor deverá adquirir no mercado de derivados uma posição idêntica mas de sentido oposto à do ativo que detém, ou seja, a cobertura do risco (*hedging*) é feita através da tomada de posição nos contratos derivados contrária à assumida no mercado à vista, ou mercado *spot* (Pinho *et al.*, 2011).

Atualmente, e devido a uma maior variabilidade dos mercados e maior diversidade de produtos financeiros, existe uma grande diversidade de derivados ao dispor dos investidores, em geral, e dos gestores, em particular. Dentro deste tipo de produtos, podem destacar-se os seguintes: *swaps*, futuros, *forwards* e opções, sendo que os *swaps* e os *forwards* são transacionados em mercados não organizados (*over-the-counter*), e os futuros e opções em mercado organizados.

Foram vários os autores que, ao longo dos últimos anos, se debruçaram sobre a temática da gestão e cobertura de risco. Seguidamente, iremos, de forma resumida, apresentar alguns estudos entretanto levados a cabo, bem como as respetivas conclusões.

Büchi (2009) levou a cabo um estudo no qual é apresentada uma visão geral sobre as origens da crise do *subprime*, seguida de uma análise dos principais riscos financeiros que foram descobertos recentemente. As conclusões do estudo sugerem que a rápida sucessão de eventos que ocorreram com a crise do *subprime* expôs uma série de riscos financeiros que não tinham sido cobertos com a profundidade exigida pela maioria das instituições. A este respeito, parece que o futuro da gestão de riscos financeiros está a começar a emergir. Já em relação à regulação do mercado e transparência, o artigo aponta para a necessidade iminente de maior transparência no mercado de derivados, bem como para a necessidade de equilibrar a autorregulação com a gestão de risco interno de cada empresa.

O estudo desenvolvido por Park *et al.* (2010) teve como principal objetivo desenvolver um modelo estocástico de gestão de riscos financeiros numa refinaria, tendo em conta as incertezas nos preços do petróleo bruto e dos seus produtos derivados. Adicionalmente, os autores fizeram um levantamento sobre os instrumentos financeiros a que a empresa recorreu para implementarem uma estratégia de cobertura do risco. As principais conclusões do estudo sugerem que o risco financeiro foi significativamente reduzido através da otimização dos contratos à vista e a prazo. Verificou-se, ainda, que estes dois tipos de contratos têm desempenhos diferentes, dependendo da propensão ao risco. O modelo proposto deveria beneficiar as refinarias, permitindo determinar os contratos ideais de acordo com a sua propensão ao risco e obtenção de lucro.

Herrera *et al.* (2011) levaram a cabo um estudo com o objetivo de explorar os principais instrumentos de derivados negociados no Chile, tais como os *swaps* de taxa de juro e os métodos de avaliação, abordando a gestão dos riscos financeiros, no âmbito do *International Financial Reporting Standard* (IFRS). Foi feita

também uma análise dos requisitos para a adoção da *hedge accounting*, nomeadamente em matéria de evidência e eficácia, e foram discutidos os aspetos específicos do caso chileno, em que as empresas têm de provar a validade dos contratos de cobertura do risco. As principais conclusões do estudo sugerem que o mercado local ainda tem problemas de eficiência e de disponibilidade de informação em termos de: (i) gestão adequada dos riscos financeiros e (ii) da demonstração da eficácia dos *hedges* em IFRS.

Ribeiro *et al.* (2013) analisaram os dados anuais das empresas não-financeiras cotadas na bolsa de valores de São Paulo, no período compreendido entre 2004 e 2007, com o objetivo de testar a relação existente entre o uso de instrumentos derivados (*swaps*, futuros e opções) e a criação de valor das empresas. Os autores concluíram que as empresas que utilizam instrumentos derivados apresentam um maior valor de mercado quando comparadas com as empresas que não utilizam esses instrumentos financeiros. Concluíram também que, quando analisados separadamente, a utilização dos instrumentos gera diferentes impactos na empresa. Ou seja, os contratos *swap* e de futuros apresentam um impacto positivo e estatisticamente relevante no valor da empresa, enquanto o impacto da utilização de opções, embora positivo, não é estatisticamente significativo.

Diversos foram os estudos que incidiram sobre a cobertura do risco, os instrumentos de *hedging* que mais se poderiam adaptar a determinados mercados e indústrias, o seu desempenho e efeito no valor da empresa. De um modo geral, podemos afirmar que a utilização de instrumentos de cobertura do risco financeiro melhora o desempenho das empresas, bem como o seu valor, embora haja ainda alguma dificuldade de aplicação em alguns mercados e/ou setores. O facto é que não existem modelos perfeitos para a cobertura do risco, uma vez que este tema é complexo, abarcando muitas variáveis, diversos determinantes e expectativas. Desta forma, podemos afirmar que a cobertura do risco, mais do que nunca, é necessária, tornando-se fundamental o seu estudo e aprofundamento, de maneira a permitir tomar as melhores e mais eficazes decisões financeiras.

3. MÉTODO DE PESQUISA

3.1 AMOSTRA

Este estudo baseia-se na análise da informação presente nos relatórios e contas das empresas não financeiras cotadas no PSI 20, entre os anos de 2008 e 2012. O Quadro 3 mostra as empresas que se encontravam cotadas a 31 de dezembro de 2012.

Quadro 3: Identificação das empresas que compõem o PSI 20

Nome	Setor (segundo o ICB ¹)
Altri	Produtos Industriais Gerais
Banco Comercial Português	Bancos
Banco Espírito Santo	Bancos
Banco Internacional do Funchal	Bancos
Banco Português de Investimento	Bancos
Cofina	Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet
EDP Renováveis	Eletricidade
Energias de Portugal	Eletricidade
Espírito Santo Financial Group	Serviços Financeiros

¹ *Industry Classification Benchmark*

Galp Energia	Produção de Petróleo e Gás
Jerónimo Martins	Retalho alimentar e medicamentos
Mota-Engil	Construção
Portucel-Soporcel	Silvicultura e Papel
Portugal Telecom	Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet
Redes Energéticas Nacionais	Eletricidade
Semapa	Silvicultura e Papel
Sonae	Retalho alimentar e medicamentos
Sonae Indústria	Empresa de administração de recursos próprios
Sonaecom	Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet
Zon	Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet

Fonte: Elaboração própria

Das 20 empresas, foram excluídas 5, dado serem empresas financeiras, e terem requisitos específicos para a prestação de contas, sendo elas as seguintes: Banco Comercial Português, Banco Espírito Santo, Banco Internacional do Funchal, Banco Português de Investimento e Espírito Santo Financial Group.

Assim, a nossa amostra terá 15 empresas, num total de 75 observações respeitantes às contas individuais e 75 observações relativas às contas consolidadas.

As empresas que constituem a amostra dividem-se em vários setores, sendo o setor “Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet” aquele que apresenta maior representatividade (26,67%), num total de 4 empresas, seguindo-se o setor “Eletricidade” com 3 empresas (20%). As restantes empresas apenas têm uma representatividade que varia entre 6,67% e 13,33%, uma vez que estes grupos apenas compreendem 1 e 2 empresas respetivamente.

Procedeu-se, ainda, à análise por setores típicos da atividade económica, visto que a divisão por setores segundo o ICB gerava setores pouco representativos, atendendo a que agrupavam na sua maioria uma ou duas empresas, perdendo assim significado.

No quadro seguinte apresentamos a divisão das empresas que compõem a amostra por setor de atividade:

Quadro 4: Caracterização das empresas da amostra segundo o setor de atividade

Setores de atividade	Nº de empresas	Total
Setor primário	0	0,00%
Setor secundário	8	53,33%
Setor terciário	7	46,67%
Total	15	100,00%

Fonte: Elaboração própria

Face ao exposto no quadro acima, constatamos que as empresas que compõem a amostra inserem-se nos setores secundário, que abrange a indústria transformadora e o fornecimento de gás, eletricidade e água, e terciário, setor caracterizado pela prestação de serviços. Quanto ao setor primário, onde se insere a atividade agrícola, a pesca, a extração de recursos naturais, entre outros, não abarca qualquer empresa.

3.2 METODOLOGIA

Este estudo assenta na análise da informação de risco relatada pelas empresas nos seus relatórios e contas, consultados no sítio oficial da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)². A análise tem por base este documento, por se tratar de um documento obrigatório e regulamentado.

A metodologia baseia-se na identificação dos riscos financeiros, bem como das formas de cobertura desses mesmos riscos. Para tal, torna-se imprescindível uma leitura cautelosa dos relatórios anuais das empresas, de forma a identificar e analisar os riscos inerentes à atividade das empresas, bem como das estratégias adotadas para a sua cobertura. Esta identificação será dividida por ano, contas individuais e consolidadas e setor onde a empresa se insere.

Seguidamente, procedemos à apresentação de um conjunto de passos para identificação e recolha da informação:

1. Realização de uma primeira leitura dos relatórios, identificando os principais riscos financeiros a que está a empresa sujeita;
2. Realização de uma segunda leitura, por forma a esquematizar os riscos e correspondentes instrumentos de cobertura;
3. Realização de análise tendente a perceber se existem diferenças substanciais entre a gestão do risco nas contas individuais e consolidadas;
4. Realização de uma última análise para avaliar a existência de relação entre os riscos financeiros presentes em determinado setor de atividade, formas de cobertura e eventuais diferenças de setor para setor de atividade.

Depois da análise da informação constante nos relatórios e contas relativa ao risco financeiro, foram identificados, adicionalmente, dois tipos de risco: risco de preço e risco de liquidez. Na definição e análise do risco financeiro pelos diversos autores estudados não há referência a estes tipos de risco como sendo riscos financeiros, contudo e como são considerados pelas empresas como tal, iremos inseri-los na análise, tratando-os, assim, como riscos financeiros.

4. RESULTADOS

4.1 DIVULGAÇÃO DO RISCO

Analisaram-se primeiramente as empresas que divulgaram os riscos financeiros a que estavam expostas durante o período em análise.

Grande parte das empresas, nas suas contas individuais, não divulgaram, durante o período em análise, os riscos financeiros a que estavam sujeitas. Salienta-se que entre as entidades que não efetuaram nenhuma divulgação, poderão existir casos de sujeição a algum tipo de risco financeiro. Paralelamente verifica-se também que houve um aumento da divulgação a partir do ano de 2009, o que poderá dever-se, entre outros fatores, à entrada em vigor do Sistema de Normalização Contabilística (SNC), que implementou novas regras contabilísticas, nomeadamente no que respeita à divulgação do risco.

O Quadro 5 apresenta um resumo do número de empresas sujeitas e não sujeitas aos diversos riscos financeiros, entre 2008 e 2012, considerando as contas individuais.

² <http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>

Quadro 5: N° de empresas sujeitas (S.) e não sujeitas (N.S.) aos diversos riscos financeiros, entre 2008 e 2012 – Contas Individuais

Tipo de risco	Risco Crédito		Risco Cambial		Risco Taxa Juro		Risco Liquidez		Risco Preço	
	S.	N.S.	S.	N.S.	S.	N.S.	S.	N.S.	S.	N.S.
2008	4	3	3	4	7	0	5	1	2	4
%	26,67	20	20	26,67	46,67	0	33,33	6,67	13,33	26,67
2009	4	3	4	3	7	0	5	1	3	3
%	26,67	20	26,67	20	46,67	0	33,33	6,67	20	20
2010	7	4	6	4	11	0	11	0	4	6
%	46,67	26,67	40	26,67	73,33	0	73,33	0	26,67	40
2011	7	4	6	4	11	0	10	1	4	6
%	46,67	26,67	40	26,67	73,33	0	66,67	6,67	26,67	40
2012	7	4	6	4	10	1	10	1	4	6
%	46,67	26,67	40	26,67	66,67	6,67	66,67	6,67	26,67	40
Total	29	18	25	19	46	1	41	4	17	25
%	38,67	24	33,33	25,33	61,33	1,33	54,67	5,33	22,67	33,33

Fonte: Elaboração própria

Relativamente aos riscos financeiros a que as empresas estavam sujeitas, verificamos que existe uma maior incidência dos riscos de taxa de juro (61,33%) e de liquidez (54,67%), seguindo-se o risco de crédito (38,67%) e de câmbio (33,33%). No que concerne ao risco de preço, este mostra-se menos presente, sendo que apenas 22,67% das empresas estavam sujeitas a ele.

Quanto à análise das contas consolidadas, constata-se que todas as empresas divulgaram os riscos financeiros a que estavam sujeitas. Atente-se que, na análise efetuada, apenas se consideraram as entidades que, de algum modo, procederam à divulgação do risco a que estavam sujeitas.

O Quadro 6 apresenta um resumo do número de empresas sujeitas e não sujeitas aos diversos riscos financeiros, entre 2008 e 2012, considerando as contas consolidadas.

Quadro 6: N° de empresas sujeitas (S.) e não sujeitas (N.S.) aos diversos riscos financeiros, entre 2008 e 2012 – Contas Consolidadas

Tipo de risco	Risco Crédito		Risco Cambial		Risco Taxa Juro		Risco Liquidez		Risco Preço	
	S.	N.S.	S.	N.S.	S.	N.S.	S.	N.S.	S.	N.S.
2008	15	0	14	1	15	0	14	1	9	6
%	100	0	93,33	6,67	100	0	93,33	6,67	60	40
2009	15	0	15	0	15	0	15	0	9	6
%	100	0	100	0	100	0	100	0	60	40
2010	15	0	15	0	15	0	15	0	9	6
%	100	0	100	0	100	0	100	0	60	40
2011	15	0	15	0	15	0	15	0	9	6
%	100	0	100	0	100	0	100	0	60	40
2012	15	0	15	0	15	0	15	0	9	6
%	100	0	100	0	100	0	100	0	60	40
Total	75	0	74	1	75	0	74	1	45	30
%	100	0	98,67	1,33	100	0	98,67	1,33	60	40

Fonte: Elaboração própria

Da análise das contas consolidadas, constatamos que todas as empresas estavam sujeitas aos riscos de crédito e de taxa de juro. Encontrando-se, logo de seguida, os riscos de câmbio e de liquidez, em 98,67% dos casos. Quanto ao risco de preço, e à semelhança do que acontece nas contas individuais, é o risco a que as empresas estão menos sujeitas.

Resumindo, de entre os vários tipos de risco financeiro estudados, foram identificados nas empresas do PSI 20, entre 2008 e 2012, os seguintes tipos de risco: risco de crédito, risco cambial, risco de taxa de juro, risco de liquidez e risco de preço. Da análise efetuada identificaram-se como mais relevantes, ou seja, como mais comuns, em termos individuais, o risco de taxa de juro e o risco de liquidez. Ao nível das contas consolidadas, constatamos que todas as empresas estiveram sujeitas ao risco de crédito e ao risco de taxa de juro, surgindo de seguida os riscos cambial e de liquidez (98,67%).

O risco de preço, quer individualmente, quer em termos de contas consolidadas, é aquele a que as empresas estão menos sujeitas.

4.2 COBERTURA DE RISCO

No que concerne à forma como são os riscos financeiros cobertos, constatámos que, de um modo geral, não existe preferência por qualquer método ou instrumento de cobertura. Contudo, existem instrumentos que são mais utilizados na cobertura de determinados riscos.

Para cobertura do risco de crédito a adoção de mecanismos de cobertura como a securitização de crédito, linhas de crédito e *plafonds*, entre outros, bem como a seleção das contrapartes com elevada qualidade creditícia ou com um determinado *rating* mínimo, são os instrumentos eleitos por grande parte das empresas³.

No que concerne à cobertura do risco de câmbio e de taxa de juro, os *swaps* e os *forwards* cambiais e de taxa de juro, respetivamente, são os instrumentos prediletos pela maioria das empresas analisadas. O *natural hedging* é também utilizado, se bem que com menor frequência.

Quanto ao risco de liquidez, verificamos que os instrumentos de cobertura usados são bastante diversificados evidenciando a heterogeneidade das empresas em análise. Porém, destaca-se, quer nas contas individuais, quer nas consolidadas, a adoção de mecanismos de cobertura, como linhas de crédito, financiamentos bancários, securitização de crédito, programas de papel comercial e *plafonds*.

No que respeita ao risco de preço assistimos a duas situações distintas. Individualmente e, apesar de 22,67% das empresas se encontrarem sujeitas a este tipo de risco financeiro, nenhuma empresa divulgou nos seus relatórios anuais se eventualmente cobriu este risco. Por outro lado, a nível consolidado, os produtos mais utilizados são os *swaps* e os futuros sobre *commodities*, principalmente nas empresas do setor do gás e eletricidade.

Quanto a eventuais diferenças em sede de gestão do risco entre empresas individualmente consideradas e contas consolidadas, o que mais se destaca é a quantidade de informação divulgada numa e noutra situação.

A nível consolidado existe uma maior divulgação de informação quanto ao risco financeiro e à forma como este é coberto. Nas contas individuais, contrariamente, a informação existente quanto a este assunto é escassa e na maioria dos casos não é divulgada. Logo, é possível identificar uma maior variedade de instrumentos de cobertura nas contas consolidadas do que nas contas individuais.

A nível da gestão do risco financeiro propriamente dito não foram identificadas diferenças significativas, ou seja, não existem instrumentos de *hedging* ou políticas de cobertura utilizadas nas contas individuais ou consolidadas isoladamente.

³ No Anexo 1 apresentamos os principais instrumentos de cobertura de risco, para os diferentes tipos de risco.

Ao proceder à divisão das empresas que compõem a amostra por setores típicos de atividade constatámos que estas se inserem apenas no setor secundário e terciário, não existindo assim nenhuma empresa do setor primário.

Posteriormente, e analisados os dois setores, verificámos que a maioria dos instrumentos de cobertura utilizados não coincidem, ou seja, cada setor utiliza diferentes instrumentos para cobertura do risco financeiro.

A exceção ocorre relativamente à cobertura do risco de câmbio e de taxa de juro, pois são utilizados em ambos os setores, produtos como *swaps* e *forwards* cambiais e de taxa de juro; e, à cobertura do risco de liquidez onde o instrumento mais utilizado é a contratação e negociação de mecanismos de cobertura, como linhas de crédito, *plafonds*, papel comercial e financiamentos bancários.

5. CONCLUSÕES

A realização deste estudo teve como principal objetivo a análise da cobertura do risco financeiro através da informação constante nos relatórios anuais das empresas não financeiras cotadas no PSI 20, entre 2008 e 2012.

No mercado global onde atualmente vivemos, o dia-a-dia é pautado por constantes incertezas e céleres mudanças, exigindo aos investidores o acesso a informação pertinente e atual. A informação económica está em permanente atualização e como tal altera e influencia a forma como os investidores encaram as empresas, assim como as suas decisões de investimento.

O risco é inerente aos negócios. Desta forma, todos os temas que com ele se relacionam, bem como o que à sua cobertura diz respeito, tornam-se fundamentais. Deles depende a estabilidade ou instabilidade financeira da empresa, a concretização ou não dos resultados e a ocorrência de ganhos ou perdas.

Surge, assim, cada vez mais a necessidade de estudar este tema, identificando e explorando o seu impacto nas empresas e eventuais formas de eliminar ou reduzir a sua exposição ao risco.

Uma boa gestão do risco é essencial e, para isso é necessário uma utilização eficaz dos instrumentos de cobertura e uma boa adequação das políticas pelas quais a empresa se rege.

Os resultados obtidos permitiram-nos tirar as seguintes conclusões:

- De entre os vários tipos de risco financeiro estudados foram identificados nas empresas do PSI 20, durante o período em análise, os seguintes tipos de risco: risco de crédito, risco cambial, risco de taxa de juro, risco de liquidez e risco de preço;
- Quanto à forma como os riscos financeiros são cobertos, constatámos que não existe preferência por qualquer método ou instrumento de cobertura. Contudo, existem instrumentos que tipicamente são utilizados na cobertura de determinados riscos;
- Para cobertura do risco de crédito a adoção de mecanismos de cobertura de risco, como a securitização de crédito, linhas de crédito e *plafonds*, entre outros, bem como a seleção das contrapartes com elevada qualidade creditícia ou um determinado *rating* mínimo são os instrumentos eleitos por grande parte das empresas. No que concerne à cobertura do risco de câmbio e de taxa de juro, os *swaps* e os *forwards* cambiais e de taxa de juro, respetivamente, são os instrumentos prediletos pela maioria das empresas analisadas, seguindo-se o *natural hedging*. Quanto ao risco de liquidez destaca-se, quer nas contas individuais, quer consolidadas a adoção de mecanismos de cobertura, como linhas de crédito, financiamentos bancários, securitização de crédito, programas de papel comercial e *plafonds*. No caso do risco de preço assistimos a duas situações distintas. Individualmente, nenhuma empresa divulgou nos seus relatórios anuais se ou como eventualmente cobriu este risco. Já a nível consolidado os produtos mais utilizados são os *swaps* e os futuros sobre *commodities*, o que reflete a presença em grande parte das empresas do setor do gás e eletricidade;

- A nível consolidado existe uma maior divulgação de informação quanto ao risco financeiro e à forma como este é coberto. Nas contas individuais, contrariamente, a informação existente quanto a este assunto é escassa e na maioria dos casos não é divulgada;
- Ao proceder-se à divisão das empresas que compõem a amostra por setores típicos de atividade, constatámos que estas se inserem apenas no setor secundário e terciário e, analisados os dois setores em particular, verificámos que a maioria dos instrumentos de cobertura utilizados não coincidem, ou seja, cada setor utiliza instrumentos distintos para cobertura do risco financeiro.

Através do estudo realizado, foi possível conhecer os riscos financeiros a que as empresas em análise estavam expostas, assim como a forma como estas procederam à sua cobertura. Foi possível também identificar diferenças entre contas individuais e consolidadas e comparar setores típicos da atividade económica.

O estudo apresenta algumas limitações considerando que a análise ficou circunscrita apenas à informação contida nos relatórios anuais e foram apenas analisadas empresas não financeiras.

Neste contexto, seria interessante estudar o risco presente nas instituições bancárias, bem como a forma como este é mitigado. Outro aspeto interessante a estudar seria as eventuais diferenças existentes entre as empresas do setor financeiro e as empresas não financeiras.

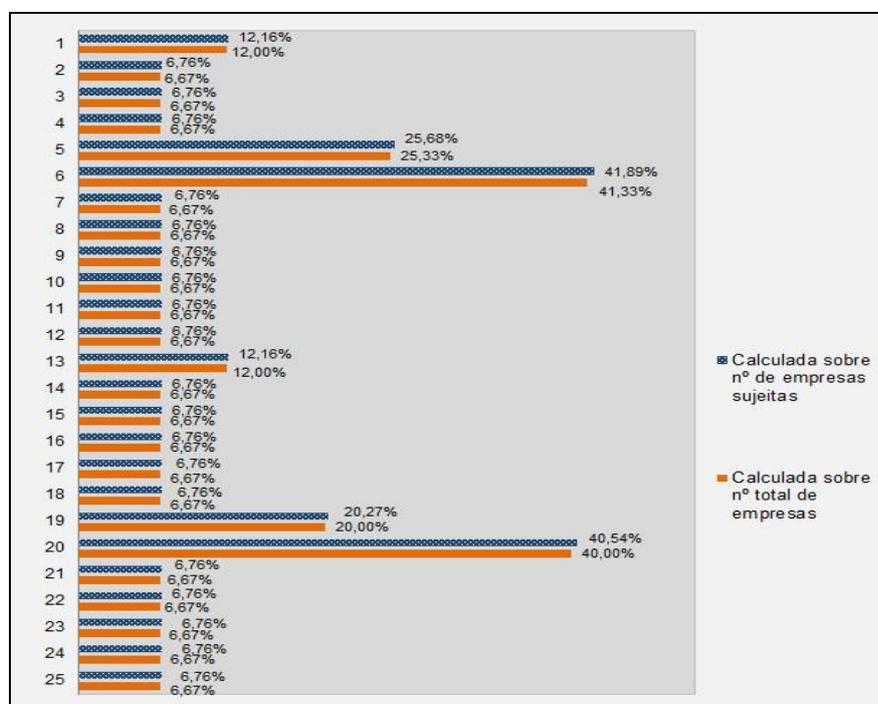
Um estudo que permitisse não só a identificação dos riscos financeiros presentes nas empresas do PSI 20, mas que, paralelamente, analisasse qual o impacto das diversas formas de cobertura no valor da empresa, seria igualmente relevante.

BIBLIOGRAFIA

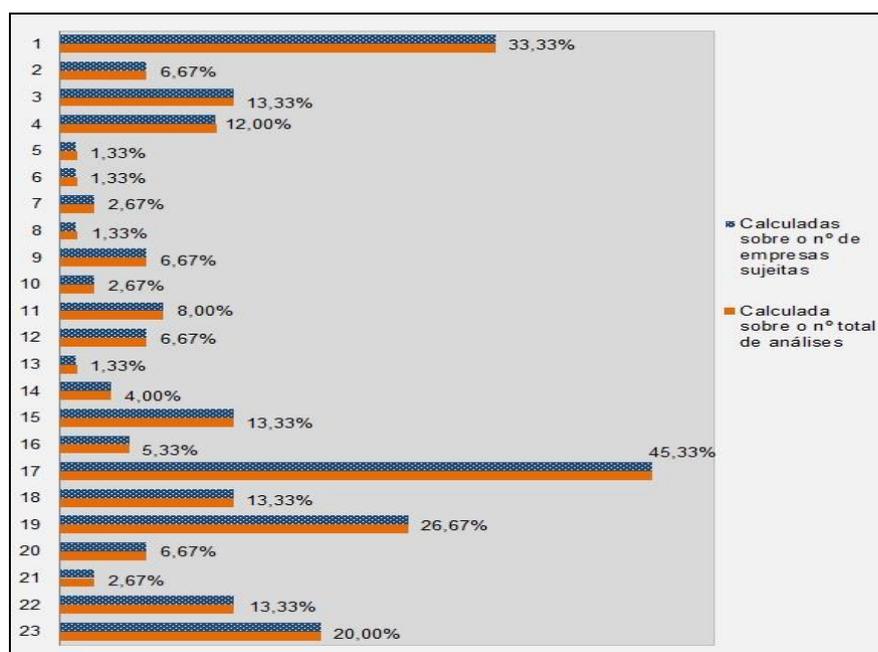
- Bacic, M. J., Silveira, R. L. F., & Souza, M. C. A. F. (2010). Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes Brasileiras. *Revista del Instituto Internacional de Costos*, (6), 49–68.
- Büchi, R. L. (2009). Riesgos financieros después de la crisis subprime. *Contabilidad y Negocios - Revista del Departamento Académico de Ciencias Administrativas*, 4(8), 17–22.
- Cruz, M., Quental, A., & Henriques, A. (2010). A Gestão do Risco nas Empresas do PSI 20. *Auditoria Interna*, (41), 15–32.
- Herrera, F. B., Sepúlveda, A. M., & Gutiérrez, C. P. (2011). Análisis exploratorio de la efectividad de coberturas de instrumentos derivados bajo las IFRS. *Contabilidad y Negocios - Revista del Departamento Académico de Ciencias Administrativas*, 6(11), 5–20.
- International Federation of Accountants, & Financial and Management Accounting Committee. (1999). *Enhancing shareholder wealth by better managing business risk*. New York: International Federation of Accountants.
- Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387–404. doi:10.1016/j.bar.2006.05.002.
- Park, J., Park, S., Yun, C., & Kim, Y. (2010). Integrated Model for Financial Risk Management in Refinery Planning. *Industrial & Engineering Chemistry Research*, (49), 374–380. doi:10.1021/ie9000713.
- Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M., & Vieira, E. (2011). *Risco Financeiro - Medida e Gestão* (p. 433). Lisboa: Edições Sílabo.
- Ribeiro, P. L., Machado, S. J., & Júnior, J. L. R. (2013). Swap, futuros e opções: impacto do uso de instrumentos derivativos sobre o valor das firmas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(1), 126–142.

Anexo 1

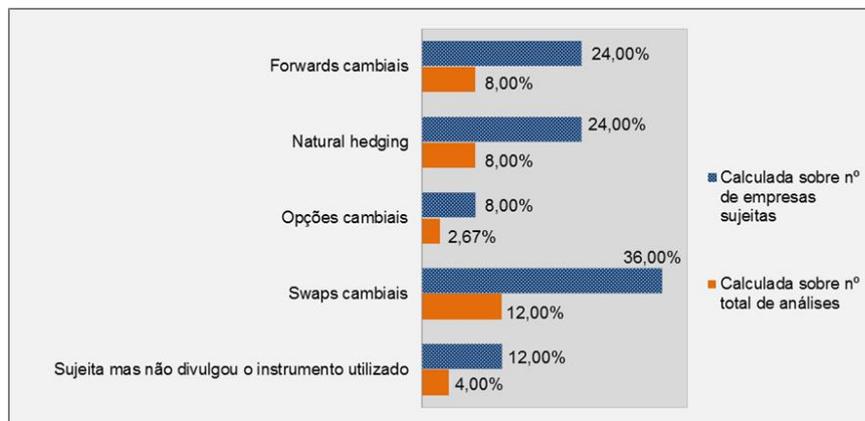
Anexo 1.1. Instrumentos de cobertura do risco de crédito nas contas individuais



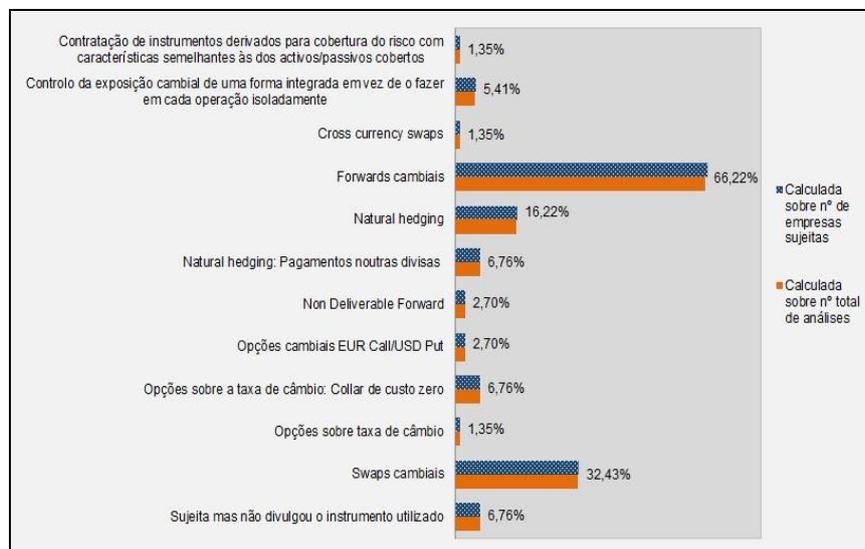
Anexo 1.2. Instrumentos de cobertura do risco de crédito nas contas consolidadas



Anexo 1.3. Instrumentos de cobertura do risco cambial nas contas individuais



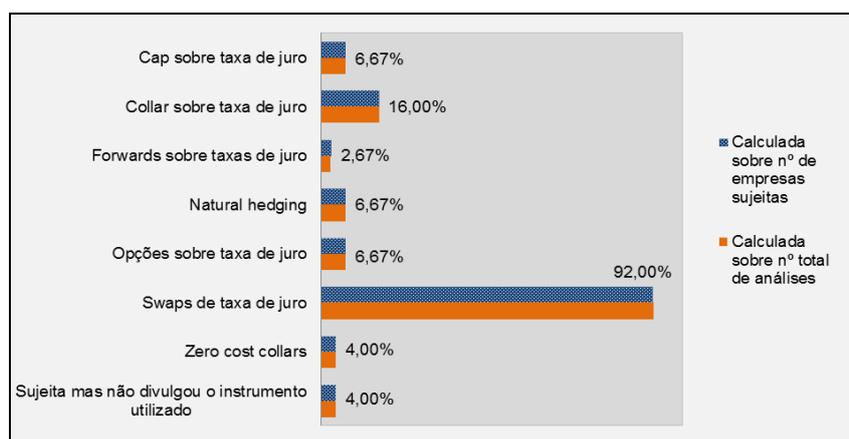
Anexo 1.4. Instrumentos de cobertura do risco cambial nas contas consolidadas



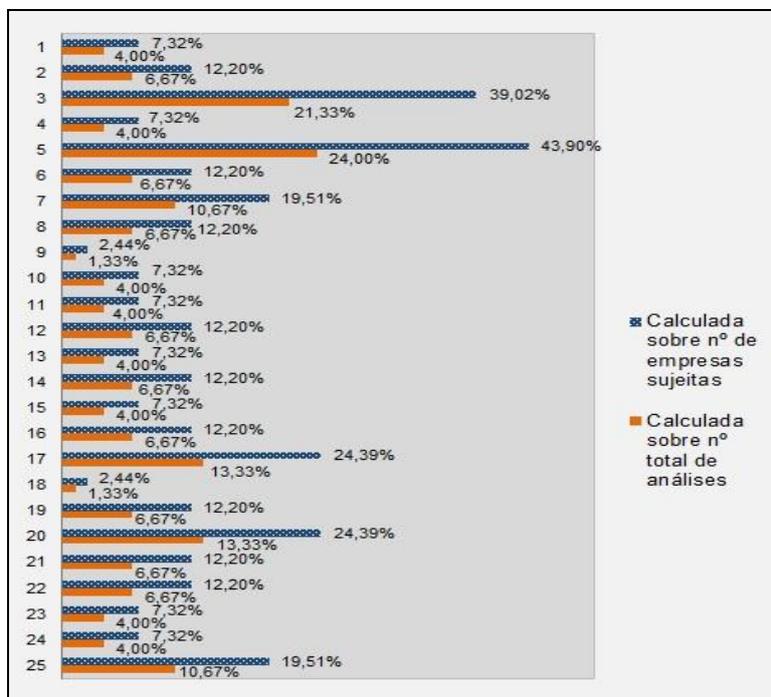
Anexo 1.5. Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro nas contas individuais



Anexo 1.6. Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro nas contas consolidadas



Anexo 1.7. Instrumentos de cobertura do risco de liquidez nas contas individuais



Anexo 1.8. Instrumentos de cobertura do risco de liquidez nas contas consolidadas

