



INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO

**APLICAÇÃO DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO SETOR DA
INDÚSTRIA TEXTIL E VESTUÁRIO**

Questionário a empresas do setor da indústria Têxtil e Vestuário

ANA ISABEL CAMILO FRANCISCO

Dissertação apresentada no Instituto Superior
de Gestão para obtenção do grau de mestre
em Gestão Financeira.

Orientador: Professor Henrique Morais

LISBOA

2020

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer aos meus pais pela educação e pelos valores que sempre me transmitiram e o seu apoio durante este percurso.

Um especial agradecimento ao meu Professor Henrique Morais pela sinceridade, apoio e orientação.

Gostaria de agradecer à minha família, amigos e a todos os que, direta ou indiretamente, contribuíram para que fosse possível a concretização de mais este objetivo.

ABREVIATURAS

FMI – Fundo Monetário Internacional

BIS - *Bank for International Settlements*

BdP - Banco de Portugal

Modelo VaR - *Value-at-Risk - VaR*

RAROC - *Risk-Adjusted Return On Capital*

RAPM - *Risk Adjusted Performance Management*

OTC - *over-the-counter* (Fora da Bolsa)

FRA - *Forward Rate Agreement*

CMVM – Comissão Comércio Valores Mobiliários

ITV – Indústria Têxtil e Vestuário

OMC – Organização Mundial de Comércio

UE – União Europeia

I&D – Investigação e Desenvolvimento

VAB – Valor Acrescentado Bruto

EBTIDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização)

PME – Pequenas e Médias Empresas

RESUMO

As empresas não estão fechadas sobre si mesmas, pelo que a realidade onde se inserem é dinâmica, devido às muitas alterações no meio envolvente, tanto a nível económico, como social ou tecnológico. Nos dias de hoje, tem-se assistido a uma grande evolução do mercado financeiro internacional, particularmente na oferta de produtos financeiros cada vez mais complexos, que permitem às empresas protegerem-se dos vários tipos de riscos a que estão expostas, na sua atividade.

Os Instrumentos Financeiros Derivados têm sido muito utilizados por instituições financeiras e não financeiras, na cobertura de risco de oscilações de determinadas variáveis económicas, ou seja, para fazer o *hedging*.

É nossa intenção nesta dissertação avaliar a utilização destes instrumentos derivados pelas empresas do setor têxtil e do vestuário, um dos maiores e mais importantes setores empresariais nacionais.

Para esse efeito, apresentamos um referencial teórico acerca da gestão de risco e os instrumentos financeiros, nomeadamente futuros, *forwards* e *swaps*, bem como uma caracterização da Indústria Têxtil e do Vestuário.

Apresentam-se ainda os resultados de um questionário a várias empresas do setor têxtil e do vestuário, com o objetivo de avaliar o conhecimento das empresas do setor têxtil e do vestuário sobre estes produtos derivados e qual o seu nível de utilização.

Concluimos, com o estudo efetuado, que as empresas inquiridas conhecem e utilizam os instrumentos financeiros.

Palavras-Chave: Mercado Financeiro, instrumentos financeiros, cobertura de risco.

ABSTRACT

Companies are not closed in on themselves, so the reality in which they operate is dynamic, due to the many changes in the environment, both economically, socially and technologically. Nowadays, there has been a great evolution in the international financial market, particularly in the offer of increasingly complex financial products, which allow companies to protect themselves from the various types of risks to which they are exposed, in their activity.

Derivative financial instruments have been widely used by financial and non-financial institutions to cover the risk of fluctuations in certain economic variables, that is, to hedging.

It is our intention in this dissertation to evaluate the use of these derivative instruments by companies in the textile and clothing sector, one of the largest and most important national business sectors.

For this purpose, we present a theoretical framework about risk management and financial instruments, namely futures, forwards and swaps, as well as a characterization of the Textile and Clothing Industry.

The results of a questionnaire are also presented to several companies in the textile and clothing sector, in order to assess the knowledge of companies in the textile and clothing sector about these derived products and what their level of use is.

We concluded, with the study carried out, that the surveyed companies know and use the financial instruments.

Keywords: Financial Market, financial instruments, risk hedging.

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	ii
ABREVIATURAS	iii
RESUMO	iv
ABSTRACT	v
ÍNDICE DE FIGURAS	viii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	x
INTRODUÇÃO	1
Capítulo 1 – METODOLOGIA	3
Capítulo 2 – REVISÃO DA LITERATURA	5
2.1 RISCO	5
2.2 TIPOLOGIA DE RISCO	7
2.3 GESTÃO DE RISCO	13
2.4 UTILIZAÇÃO DE DERIVADOS DA GESTÃO	15
2.5 MODELOS DE AVALIAÇÃO E ANÁLISE DE RISCO	19
Capítulo 3 - MERCADO DE DERIVADOS	21
3.1 BOLSA DE DERIVADOS	22
3.2 MERCADO DE BALCÃO (OTC)	22
3.3 CÂMARA DE COMPENSAÇÃO	23
Capítulo 4 - INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	24
4.1 CONTRATOS <i>FORWARD</i>	26
4.2 CONTRATO DE FUTUROS	29
4.3 CONTRATO DE <i>SWAPS</i>	32
4.4 PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS E DIFERENÇAS ENTRE OS DERIVADOS	34
4.5 RISCO DOS INVESTIDORES EM DERIVADOS	35
Capítulo 5 - INDÚSTRIA TEXTIL E DE VESTUÁRIO	35
Capítulo 6 – ANÁLISE DE RESULTADOS	44

6.1 - QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO E HÍPOTÉSES	44
6.2 - MÉTODO DE RECOLHA DE DADOS	45
6.3 - ANÁLISE DOS RESULTADOS	46
CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54
ANEXO I – DADOS DOS SETOR	59
ANEXO II – QUESTIONÁRIO ÀS EMPRESAS	61

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 – Tipos de Risco.....	8
Figura 2 - Risco Origem Interna e Externa	14
Figura 3 - Formula Modelo RAROC.....	21
Figura 4 - Instrumentos Financeiros	25
Figura 5 – FRA.....	28
Figura 6 - Posição Longa no mercado à vista e no Mercado de Futuros.....	31
Figura 7 -Posição Curta, no mercado à vista e no Mercado de Futuros	32
Figura 8 - Diferenças entre Instrumentos Financeiros.....	35
Figura 9 - Indústria têxteis e Vestuário	37
Figura 10 - Distribuição das Empresas.....	40
Figura 11 - Número de Colaboradores nas Empresas	40
Figura 12 - Produtividade aparente do trabalho	41
Figura 13 – Evolução da Produtividade	41
Figura 14 - Nacimentos e Mortes empresas	42
Figura 15 - Exportações e Importações	42
Figura 16 - Principais Clientes	43
Figura 17 - Principais Fornecedores	43
Figura 18 - Principais Clientes Setor Vestuário	44
Figura 19 - Principais Fornecedores Setor Vestuário	44
Figura 20 - Número de Empresas e Pessoal ao Serviço	59

Figura 21 - Volume de Negócios e VAB	59
Figura 22 - Nascimento de Empresas e Mortes de Empresas.....	60
Figura 23 - Maiores Empresas Nacionais de Têxtil e Vestuário	60
Figura 24 - Evolução de Nascimentos e de Mortes	60

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Grau de Conhecimento dos Instrumentos Financeiros.....	47
Gráfico 2 – Volume de Negócios 2018	47
Gráfico 3 – Valor Balanço 2018.....	48
Gráfico 4 – Número Médio de Empregados.....	48
Gráfico 5 – Instrumentos Financeiros usados para Cobertura de Taxa de Juro	50
Gráfico 6 – Instrumentos Financeiros usados para Cobertura de Taxa de Câmbio	50

INTRODUÇÃO

TEMÁTICA

Após a Segunda Guerra Mundial, e na sequência dos Acordos de Bretton-Woods, foi definido e implementado um Sistema Monetário Internacional (SMI) que viria a assegurar a estabilidade do sistema financeiro durante quase três décadas.

O Sistema era baseado na ideia da estabilidade cambial, sendo tendencialmente um sistema de câmbios fixos, centrado no dólar norte-americano, única moeda com convertibilidade ao ouro e insuscetível de desvalorizações pontuais, assegurando assim que preços, taxas de câmbio e taxas de juro se mantiveriam relativamente estáveis e que não configurariam um instrumento de risco financeiro para as empresas.

Independentemente de uma análise crítica que se poderia fazer ao Sistema, nomeadamente a hegemonia financeira norte-americana que criou e intensificou, em paralelo com o enorme contributo indireto que também deu para a destruição de parte do aparelho produtivo dos Estados Unidos da América, o fato é que Bretton-Woods não resistiu à desvalorização do dólar que aquela destruição e a consequente degradação da balança comercial dos Estados Unidos da América, a primeira crise do petróleo e os movimentos de capitais especulativos tornaram inevitável.

E tudo isto ocorreu na primeira metade da década de setenta do Século XX.

Ora, sem surpresa, é também neste tempo que se começa a estabelecer um vasto leque de novos produtos financeiros, conhecidos pela designação de derivados. Em bom rigor, não eram produtos novos, dado que já vinham sendo utilizados desde meados do século XIX, nomeadamente em bens agrícola e do setor da pecuária. A novidade é que agora estavam a ser criados também para o setor financeiro.

Aparecem assim Futuros sobre taxas de juro, sobre taxas de câmbio, sobre ações, sobre índices de ações, numa tendência inicial de massificação da cobertura de risco muito alicerçada na volatilidade acrescida trazida pelo fim de Bretton-Woods e pela primeira crise do petróleo.

Pode-se, com alguma propriedade, dizer que com a queda do Bretton-Woods os níveis de incerteza a nível mundial aumentaram, no que respeita nomeadamente aos preços, às taxas de juro e às de câmbio.

Com a gestão de riscos financeiros, os agentes económicos ficaram com uma inquietação devido à grande instabilidade das taxas de câmbio e de juro. Assim sendo, quando o negócio é celebrado no momento atual e a transação e/ou pagamento acontecem no futuro, nascem assim os produtos derivados, com a necessidade de anular o risco de perda do valor de um bem.

Este é o enquadramento dos últimos cinquenta anos da economia mundial no que ao sistema monetário diz respeito.

E, a partir daqui, considerámos interessante desenvolver um trabalho que analisasse até que ponto as empresas portuguesas do setor têxtil e do vestuário utilizam os instrumentos derivados na cobertura dos riscos a que estão expostas.

Tratando-se de um setor muito importante para a economia portuguesa, também pelo que significam nas nossas exportações de bens transacionáveis, é importante percebermos de que forma está exposto aos riscos supracitados.

Os objetivos gerais deste trabalho são:

- ⇒ Enquadrar teoricamente os principais aspetos da gestão de risco, a partir do mercado financeiro;
- ⇒ Elaborar um estudo empírico, através da execução de um questionário a empresas do setor.

E os objetivos específicos deste trabalho são:

- ⇒ Perceber o grau de conhecimento dos instrumentos financeiros das indústrias do setor têxtil e do vestuário.
- ⇒ Identificar quais os instrumentos financeiros utilizados para a cobertura de risco.
- ⇒ Identificar a frequência na aplicabilidade dos instrumentos financeiros.

O Presente projeto, encontra-se dividido em seis capítulos:

- ⇒ Primeiramente é elaborada uma introdução ao tema;
- ⇒ No primeiro capítulo, é definida a metodologia da dissertação;

- ⇒ No capítulo número dois, são expostas as definições de risco; quais as formas que existem de cobertura de risco e quais os agentes económicos que utilizam estes instrumentos financeiros;
- ⇒ No terceiro capítulo descreve-se o funcionamento dos mercados financeiros e o risco que os investidores estão sujeitos;
- ⇒ No capítulo quatro elabora-se uma apresentação aos instrumentos financeiros derivados que existem e aos contratos que são se realizam no mercado financeiro de derivados;
- ⇒ No capítulo cinco é a abordagem da indústria Têxtil e do Vestuário em Portugal
- ⇒ No capítulo seis são apresentadas as hipóteses, o método de recolha de dados e a análise de dados;
- ⇒ Por fim é apresentada a conclusão deste trabalho.

Capítulo 1 – METODOLOGIA

A investigação científica “é um método de aquisição de conhecimentos que permite encontrar respostas para questões precisas.” (Fortin, Côté, & Filion, 2009, p.4). Estes autores mencionam ainda que a “investigação científica é um processo sistemático que consiste na recolha de dados observáveis e verificáveis”.

A investigação social reside na construção e organização de processos que pode alterar consoante a natureza e especificidade do objeto de estudo. Para além disso, a investigação social tem em vista conhecer cada vez melhor a realidade social e deve ter as características de objetividade, fiabilidade e validade dos estudos científicos, caso contrário pode ser um indicador de falta de rigor nos estudos (Pardal & Lopes, 2011).

Fortin, Côté, & Filion (2009), referem que, o processo de investigação, adota as seguintes etapas: a fase conceptual, a fase metodológica e empírica.

A fase conceptual, serve para dar resposta a uma incerteza quando existe essa necessidade. Fortin, Côté, & Vissandjée (2003), afirmam que é imperioso, nesta etapa é necessário fazer uma revisão da literatura para que o investigador possa ter uma percepção de qual o domínio dos conhecimentos atuais sobre esse tema. Esta revisão da literatura orienta o investigador para os tipos de questões e o método de investigação a utilizar.

A fase metodológica é definida por Fortin (2003), como um “conjunto dos métodos e das técnicas que guiam a elaboração do processo de investigação científica” (p.372), permitindo assim definir o desenho de investigação, a população, a amostra, as variáveis e os métodos de colheita e análise de dados.

Neste projeto o método de colheita de dados foi o questionário. O questionário é a técnica de recolha de dados mais utilizada na investigação sociológica. As principais vantagens de utilizar esta técnica é o facto de ser barato, garantir o anonimado e não precisar de ser respondido de imediato. Existem, contudo, desvantagens associadas a esta técnica como por exemplo não ser aplicável a analfabetos, dificuldade na compreensão das questões, facilita a resposta em grupo e apenas é viável em universos homogéneos (Pardal & Lopes, 2011).

A fase empírica consiste na implementação da fase metodológica, como referem Fortin, Côte, & Vissandjée (2003), “esta fase inclui a colheita de dados no terreno seguida da organização e tratamento dos dados” (p.41), futuramente realiza-se a análise e extrapolação de resultados.

E por fim, a fase de interpretação e de difusão, onde o investigador realiza um relatório de investigação que pode ser uma publicação, uma apresentação oral ou um cartaz concebido para variados públicos (Fortin, Côté, & Filion, 2009).

A metodologia de investigação, deverá basear-se nas finalidades do trabalho que será desenvolvido, a grandeza da amostra e a perceção dos fenómenos que são objeto de investigação. Para Sousa & Baptista (2011), “A metodologia de investigação consiste num processo de seleção da estratégia de investigação, que condiciona, por si só, a escolha das técnicas de recolha de dados, que devem ser adequadas aos objetivos que se pretendem atingir” (p.52).

A metodologia utilizada foca-se na pesquisa bibliográfica, na obtenção de dados e também na análise estatística dos dados. Elaborar-se-á um questionário a várias entidades empresariais do setor têxtil e vestuário, que tem como finalidade a análise do nível de conhecimento das entidades face a certos produtos financeiros derivados e identificar para a cobertura de risco de taxa de câmbio e de taxa de juro quais os utilizados.

Como defende Moreira (2007: 67), “toda a investigação, seja ela de cariz quantitativo ou qualitativo, procura encontrar resposta ou solução para um dado problema”. A definição do problema é decisiva porque é ele que vai orientar todo o processo de pesquisa. Na opinião de Tuckman (2000), a fase mais difícil do processo de investigação é a escolha do problema, não existindo um formulário próprio para a sua definição. Devendo ser definido de forma clara, deve ser formulado em forma de questão, ser empiricamente testável e evitar juízos morais e éticos. Para o problema se tornar investigável é na opinião de Moreira (2007), através da especificação das perguntas de pesquisa, que ajudam a decidir quais os aspetos e sob que perspetivas se irá focar a pesquisa.

Kerlinger (1980: 36) defende esta ideia, referindo que “um problema de investigação é em primeiro lugar uma questão, uma sentença em forma interrogativa”. Também para Quivy e Campenhoudt (1998), sugerem que “uma investigação é, por definição, algo que se procura” atribuem grande importância à pergunta de partida. Defendem, no entanto, que ela só se tornará verdadeiramente útil se for bem formulada, devendo a sua enunciação, por isso, obedecer a três critérios: clareza, exequibilidade e pertinência. Assim, a pergunta que irá servir de fio condutor da investigação deve ser clara e concisa na formulação; deve ser realista no sentido de se adequar aos recursos humanos, temporais e materiais disponíveis; deve ser pertinente tendo em conta o contexto do estudo.

Este estudo é importante para se perceber se as empresas conhecem os instrumentos financeiros, como *swaps*, opções, futuros e *forwards*. Bem como, qual dos referidos instrumentos financeiros são utilizados e caso não sejam quais os motivos para isso.

Capítulo 2 – REVISÃO DA LITERATURA

2.1 RISCO

A palavra risco vem da palavra do italiano antigo *risicare* que tem como significado atrever-se. Sendo assim, não é um destino mas sim uma escolha. As ações que ousamos tomar dependem de nossa liberdade de escolha, que é a essência da história de risco (Bernstein, 1996).

Entre autores, parece não haver consenso no que diz respeito à definição de risco.

Para Amran *et al* (2009) “o risco é um elemento incontornável de qualquer empreendimento empresarial”

Segundo Kropp *et al* (1999, apud Alves, 2005, p. 42) o risco tem como definição “Eventos Futuros incertos que podem influenciar ou alcançar os objetivos estratégicos, operações e finanças da organização”.

A FERMA (2003, p. 3) consideram que “o risco pode ser definido como uma combinação da probabilidade de um evento e suas consequências (Guia ISO / IEC 73). O simples facto de existir atividade, abre a possibilidade de ocorrência de eventos ou situações cujas as consequências constituem oportunidades para obter vantagens (lado positivo) ou ameaças ao sucesso (lado negativo) ”.

Segundo Linsley e Shrives (2006), risco pode ser qualquer oportunidade, ou perigo, dano, ameaça ou risco que possa causar ou vir a causar repercussão em gerir qualquer oportunidade, opinião, perigo, dano, ameaça ou exposição à empresa ou à administração. O "risco" também deve ser considerado em um sentido amplo, cobrindo tanto as direções positivas quanto as negativas. No entanto, outros, como o Comitê de Patrocínio Organizacional do Comitê Treadway (COSO, 2004), vêem os riscos apenas de uma perspectiva negativa.

Ameer (2009) e Othman (2009) (Alves *et al*, 2013, p.7) definem risco como perda devido a mudanças adversas nos preços e preços de mercado (como taxas de câmbio, taxas de juros, cotações de ações ou preços de commodities).

Para Durban (1989, p. 14) apud Pinto (1996, p.7), definem “uma situação caracterizada como inesperada ou indesejada, que terá de ser reduzida ou eliminada. Numa ótica especificamente financeira, o risco está associado à perspectiva dos resultados a obter ser diferente do previsto, numa escala menor ou maior, ou então, ao possível desvio que se verificará entre os valores estimados e os realmente alcançados, quando as previsões são realizadas em condições de incerteza”, como risco.

Todavia, em situações específicas na esfera financeira e económica, o risco é definido em termos de mudanças nos retornos do investimento em relação aos retornos esperados (Knight, 1921).

Os ativos e passivos de uma entidade não estão todos expostos de forma idêntica às várias fontes de risco, para isso há que analisar caso a caso, todas as operações: valores de curto ou médio e longo prazo e operações já efetuadas e previstas.

Tal como afirma Stulz (2000), referindo-se ao paradigma de Modigliani e Miller, numa economia sem atrito, a gestão de riscos é uma atividade inútil. Os *stakeholders* podem ajustar o perfil de risco de sua carteira, diversificando ou alterando seus ativos, e as empresas saudáveis que sofreram choques inesperados podem sempre ir recorrer ao financiamento no mercado financeiro a qualquer momento. Portanto, a única razão para as empresas lidarem com riscos financeiros é que isso pode melhorar a situação dos seus donos e *stakeholders* (Stulz, 2000).

2.2 TIPOLOGIA DE RISCO

A classificação de risco organiza os riscos, que é uma etapa fundamental na determinação das medidas de resposta a serem tomadas.

De acordo com Damodaran (2008), as categorias relevantes de risco são as seguintes:

- ⇒ **Risco de Mercado versus Risco específico da empresa** – Esta categoria cobre riscos que afetam a maioria ou todas as empresas (riscos de mercado) e um pequeno número de empresas (riscos específicos);
 - ⇒ **Risco operacional versus risco financeiro** – Esta categoria inclui riscos decorrentes de atividades relacionadas aos negócios básicos, incluindo riscos relacionados à compra, transformação, recursos e vendas de produtos ou serviços, bem como riscos decorrentes de escolhas financeiras da empresa;
 - ⇒ **Risco contínuo versus risco eventual** – Alguns riscos persistem, enquanto outros ficam inativos por longos períodos de tempo e raramente se manifestam através de eventos desagradáveis com consequências econômicas;
- Riscos catastróficos versus pequenos riscos** – Alguns riscos têm um impacto significativo na empresa e podem causar um impacto catastrófico, enquanto outros são pequenos e têm um impacto relativamente pequeno no valor e no lucro da empresa. No entanto, os riscos variam de empresa para empresa.

Entretanto, Stulz (2000) agrupa os riscos com que uma empresa se depara nas seguintes categorias:

- ⇒ **Riscos sistemáticos:** são comuns à maioria das empresas, os riscos comuns podem incluir o risco de volatilidade inerente ao ciclo de negócios;
- ⇒ **Riscos idiossincráticos:** são específicos para cada empresa e podem incluir situações como o risco de que seus produtos não funcionem corretamente ou que o dispositivo pegue fogo

Segundo Suárez (1977, p. 540), os tipos de risco podem ser classificados em risco financeiro e risco económico.

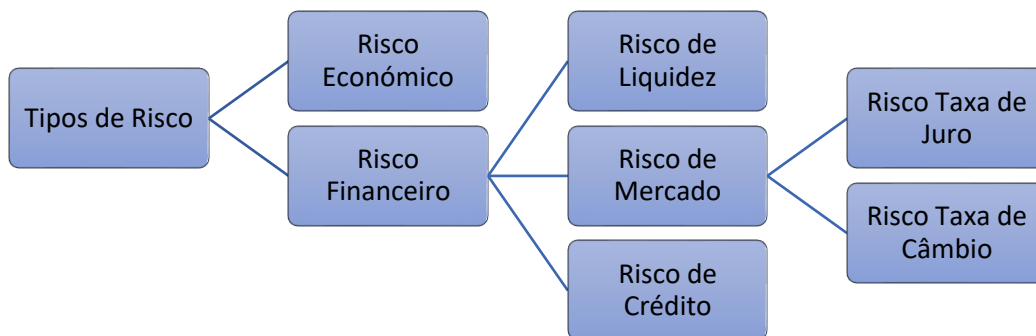


Figura 1 - Tipos de Risco Fonte: Elaboração Própria

RISCO ECONÓMICO

O risco económico, ou também designado risco de mercado ou empresarial, é de acordo com Suárez “o que tem origem em todas as circunstâncias ou eventualidades que afetam o resultado da exploração e que fazem com que a empresa não possa garantir a estabilidade desse resultado (flutuações da procura, acidentes de trabalho e greves, inovação tecnológica, mudanças de políticas económicas por parte dos governos, concorrência exterior, etc.)”.

Este é um risco decorrente da instabilidade dos resultados atuais (ou seja, resultados antes das funções financeiras). O risco económico, segundo Brie (1993) “está mais associado à adequação dos recursos à atividade da empresa, o seu saber fazer técnico, comercial e em aprovisionamento, os instrumentos de produção e de distribuição, os seus recursos humanos e de gestão, e as características do meio em que ela evolui, ou seja, os seus pontos críticos de sucesso”.

RISCO FINANCEIRO

Para Suárez Suárez, quando a empresa está fortemente endividada, especialmente quando a dívida é de médio a longo, é quando surge o risco financeiro. Justifica-se fundamentalmente aos resultados instáveis após a função financeira, antes ou depois de impostos.

De acordo com Brie (op. cit, loc. cit.), o risco financeiro advém da estrutura financeira da empresa (na perspectiva da origem dos seus capitais). Isso pode afetar de duas maneiras a empresa: estabilidade e equilíbrio (sobre as condições de laboração ou segurança e manutenção em funcionamento). Em princípio, maior risco acontece quando existe maior o endividamento.

Durban (1989, p. 14) recomenda substituir a palavra "risco" (em termos econômicos e financeiros) por "variabilidade" (ou dispersão de resultados) por motivos de classificação.

Para Thornhill (1990, pp. 15-17) (citado por Pinto, 1996, p. 10), em muitos casos, os resultados serão dispersos ou com variabilidade, para que diferentes configurações possam ser adotadas e vários tipos específicos de riscos possam ser integrados, os quais podem levar a riscos globais para a empresa.

Conclui-se que, o risco financeiro relaciona-se a possíveis ocorrências futuras, hostis à situação financeira circundante tem um impacto negativo nas rendimentos e gastos da organização.

Os mais relevantes tipos de risco financeiro são: risco de liquidez, de mercado e de crédito. O risco de mercado subdivide-se em risco taxa de câmbio e risco taxa de Juro.

Os riscos financeiros para empresas não financeiras consistem - amplamente definidos - em alterações inesperadas nas taxas de juro, nas taxas de câmbio e nas *commodities*.

RISCO DE MERCADO

A conceção de risco de mercado é exposto de maneira desigual na literatura.

Segundo Figueiredo (2001, p. 10) apud Matias (2012, p. 27), “o risco de mercado surge como consequência do crédito, e potencia-se pela sofisticação e complexidade dos produtos financeiros oferecidos e pela diversidade e instabilidade dos mercados de

atuação, o que pode levar os bancos, nas suas transações de intermediação financeira, a manterem posições passivas e ativas não coincidentes, em taxas, prazos ou moedas”.

Simplificando, o risco de mercado é definido como a possibilidade de afetar negativamente o capital ou os resultados devido a flutuações nos preços de mercado, taxas de juros, taxas de câmbio e ações.

De acordo com Sá Silva (2013, p. 77), o local onde se troca uma moeda ou divisa, de um determinado país, por outra é chamado o mercado cambial.

O risco de câmbio está relacionado à variação do preço de uma divisa comparativamente a outra e “pode ser gerado por atividades de comércio (exportação/importação) com o estrangeiro, por uma atividade financeira em divisas e também pelo desenvolvimento multinacional da empresa” (Gillot e Pion, 1993, pág. 17)

No médio prazo, mudanças nas taxas de câmbio também podem afetar a posição competitiva da empresa, o que ocorre quando as mudanças nas taxas de câmbio são favoráveis aos concorrentes estrangeiros. Quando uma moeda se deprecia em relação a outra, os bens produzidos no país em que a moeda se deprecia são mais baratas para os compradores de outros países, o que leva a um aumento da competitividade entre as empresas dos países em questão.

Segundo Debeauvais & Sinnah (1992, p. 109), uma empresa está exposta ao risco cambial ao realizar transações comerciais ou financeiras em moedas não nacionais.

Este risco pode assumir a seguinte tipologia:

- ⇒ **Risco de câmbio comercial**, quando a transação subjacente é uma transação comercial;
- ⇒ **Risco de câmbio patrimonial**, quando vem de investimento estrangeiro;
- ⇒ **Risco de competitividade**, quando a empresa está sujeita a feroz concorrência internacional.

O risco da taxa de juros está relacionado à volatilidade inerente. Essa volatilidade deve-se a mudanças nas taxas de juros, que são motivadas por fatores sociais, políticos, econômicos ou outros (como políticas de instituições financeiras, qualidade de crédito do tomador de empréstimos e condições de mercado).

Segundo Costa Ran e Fonte Vilalta (1992, pág. 181), no que concerne ao grau de variabilidade, as taxas de juro podem ser:

- ⇒ **Fixas:** as taxas que permanecem constantes por um período fixo de tempo;
- ⇒ **Variáveis:** taxa de juro que muda de acordo com as normas do mercado ou indexadas a taxas de juros variáveis como referência. Dependendo da referência em que a referência se baseia, pode haver flutuações permanentes.

Em função do risco de variação das taxas de juro, podemos agrupar os intervenientes no mercado financeiro em dois grandes grupos: os operadores que temem a descida das taxas de juro (empresas que contraem empréstimos a taxas fixas, e agentes que investem a taxas variáveis); e os operadores que temem a subida das taxas de juro (empresas que contraem empréstimos a taxas variáveis, e agentes que investem a taxas fixas).

RISCO DE LIQUIDEZ

Segundo a definição de Pinho *et al.* (2011), o termo liquidez refere-se à capacidade de converter ativos em dinheiro, ou seja, liquidez significa a capacidade de atender à procura monetária.

Por outras palavras, o risco de liquidez advém da conversão de ativos em liquidez e das atividades normais da empresa. É o risco de um certo bem não poder ser vendido rapidamente ou fornecer retornos esperados no curto prazo.

O risco de liquidez “está fortemente relacionado com as instituições financeiras (banca e seguros) e reflete a exposição face a determinadas perdas que apontam para a solvabilidade destas instituições em termos monetários”. Por outro lado, supõe-se que, quando uma instituição deve assinar um acordo com terceiros, ela deve manter ativos líquidos suficientes para suportar suas dívidas e, ao mesmo tempo, atender ao fluxo de caixa necessário para cumprir suas obrigações (Sá Silva *et al.*, 2013, p. 235).

Portanto, pode ser definido como o risco de a empresa não cumprir seus compromissos a um custo razoável. Esse risco ocorre quando ativos e passivos não correspondem exatamente. Nesse caso, o declínio da confiança tornará os custos de financiamento mais altos ou até indisponíveis. Dessa forma, o risco de a empresa não conseguir levantar recursos próprios ou apenas conseguir recursos a preços muito altos devido à confiança insuficiente ou a uma crise geral do mercado pode ser chamado de risco de liquidez.

Devido à variedade de ativos e responsabilidades, acontece numa empresa o risco de liquidez. A liquidez de ativos é a capacidade de converter um ativo em um valor próximo ao seu valor de mercado. A liquidez do passivo está relacionada às obrigações da empresa em várias circunstâncias.

RISCO DE CRÉDITO OU DE CONTRAPARTIDA

É um dos riscos mais antigos: o risco de crédito é comum à maioria das empresas e, devido à natureza do país, desempenha um papel importante no desempenho financeiro das instituições de crédito. Portanto, assim como o Conselho de Supervisão Bancária (BCBS, sigla inglesa) e o *Bank For International Settlements* (BIS), o risco de crédito é uma preocupação particular dos reguladores bancários nacionais e internacionais. Globalmente, a principal fonte de problemas enfrentados pelas instituições de crédito é o risco de crédito.

O Banco de Portugal (BdP) define o risco de crédito como “a probabilidade de ocorrência de impactos negativos nos resultados ou no capital, devido à incapacidade de uma contraparte cumprir os seus compromissos financeiros perante a instituição, incluindo possíveis restrições à transferência de pagamentos do exterior. O risco de crédito existe, principalmente, nas exportações em crédito (incluindo o titulado), linhas de crédito, garantias e derivados”.

Segundo Pinho *et al.* (2011), o risco de crédito está ligado ao incumprimento de contrato pela contraparte à perda por ausência de pagamento. Quando uma entidade empresta dinheiro a outra entidade, espera receber o dinheiro emprestado e os juros. Dessa forma, o sujeito depende da capacidade do credor de pagar e sofrerá perdas se não pagar juros ou o capital não ser devolvido.

O risco de crédito ocorre quando é provável que uma contraparte não pague os *cash-flow* da outra parte no futuro. São alguns exemplos de acontecimentos de risco de crédito direto: garantias providenciadas e cartas de crédito escritas; linhas de crédito acordadas que podem ser abolidas; recebimentos de derivados; empréstimos normais e empréstimos não seguros como os cartões de crédito; e outros recebimentos, como os pagamentos de salários ou transações.

2.3 GESTÃO DE RISCO

A gestão de risco pode assumir-se como um conjunto de metodologias e procedimentos utilizados por uma empresa para controlar e assim minimizar e/ou reduzir os riscos que possam afetar os seus objetivos.

A gestão do risco em contexto económico-financeiro tem como principal objetivo a redução da volatilidade dos rendimentos e a minimização das grandes perdas. Damodaram (2008) menciona que a gestão do risco em finanças tem-se vindo a estreitar restringindo-se apenas ao *hedging* e não dando a importância à exploração das potencialidades associadas ao risco. Porém, certas empresas podem conseguir vantagens competitivas ao assumir certos riscos, o que originou uma prática conhecido como *selective hedging* em alternativa ao *full cover hedging*, (Stulz, 1996).

Teller e Koch (2013) defendem que o principal objetivo da gestão de riscos seja reduzir o impacto negativo dos riscos enfrentados pela organização, o que é conseguido através da identificação e gestão de ameaças, com o objetivo de evitar possíveis perdas e melhorar a capacidade de resposta a riscos. organização.

A gestão de risco passa por:

- ⇒ Identificar o risco;
- ⇒ Medir e quantificar o risco;
- ⇒ Desenvolver estratégias de gestão de risco.

Neste processo, deverá ser dada a maior atenção aos fatores que sejam suscetíveis de causar maior perdas, ou seja, aqueles face aos quais a organização apresente maior exposição e cujo risco seja superior. De seguida, passaremos para a gestão dos outros riscos, face aos quais a organização se encontre menos exposta e/ou cujo risco é menor.

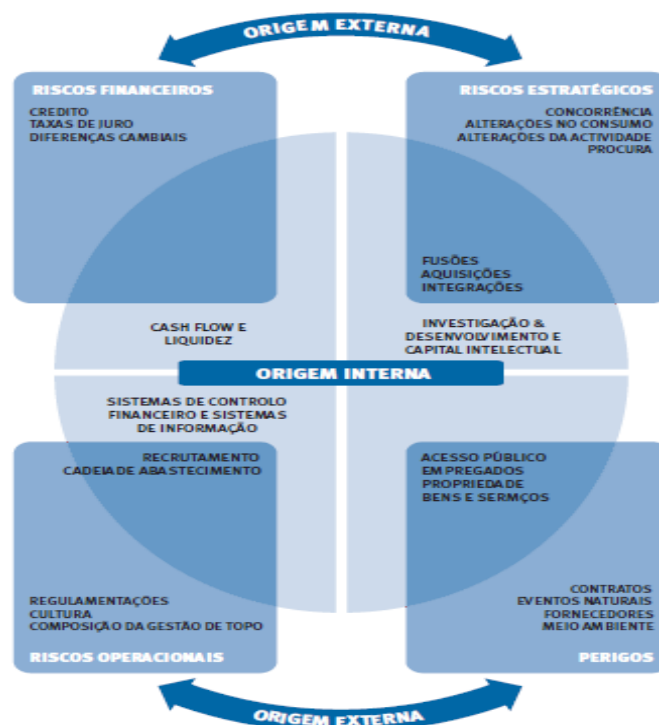
Suominen, Weber e Liekweg (Cit. por Porthin, 2004, p.12) catalogam as diferentes decisões de gestão do risco da seguinte forma:

- ⇒ Evitar - a prevenção de riscos é uma maneira simples de gestão de riscos. Antes de aplicar esta medida, a aplicabilidade da medida deve ser cuidadosamente considerada, embora deva-se tomar cuidado para evitar que nem sempre aumentem os custos ou reduzam as possibilidades. No entanto, se não for desejado ou impossível evitar, outras formas de gestão de riscos devem ser consideradas;

- ⇒ Aceitar – às vezes, recomenda-se aceitar o risco como está; este é o caso em que o risco faz parte das principais funções da organização e a oportunidade é maior que o risco. Essa é uma estratégia comumente usada para riscos insignificantes, em que a relação custo-benefício do uso de qualquer outra opção não compensa a empresa;
- ⇒ Compensar – os riscos podem ser compensados, assumindo um risco para compensar outro. Este é um método comum em finanças para reduzir a exposição do risco. Por exemplo, flutuações nas taxas de câmbio ou de juros podem ser compensadas através de instrumentos derivados como os “futuros”;
- ⇒ Transferir – o risco pode ser transferido, através de seguros ou contratos com outros parceiros, para outro interveniente. Este é um procedimento comum ao lidar com riscos de transporte, mas também faz parte do acordo de aliança estratégica;
- ⇒ Reduzir – utiliza-se medidas destinadas a reduzir a probabilidade de acidentes ou a limitar o seu impacto . Existem meios técnicos e vários métodos disponíveis. Por exemplo: *firewall*, *backups* e implementação de limites de risco.

Os riscos na organização e nas suas atividades podem ser originados em fatores internos ou externos .

De acordo com a FERMA (2003) no diagrama abaixo mostra apenas exemplos de riscos principais e que esses riscos podem responder a fatores internos ou externos.



2.4 UTILIZAÇÃO DE DERIVADOS DA GESTÃO

Bernstein, 1998 (pp. 320-321) menciona “que o controlo do nível de risco é uma tentativa do Homem colocar o futuro ao serviço do presente”.

Como diz o próprio: “*The revolutionary idea that defines the boundary between modern times and on the past is the mastery of risk: the notion that the future is more than a whim of the gods and those men and women are not passive before nature.*”

Uma entidade pode proteger-se contra o risco de taxa de juros por meio de alguns instrumentos financeiros existentes nos mercados financeiros (por exemplo, *forwards*, futuros, opções ou *swaps*).

De acordo com Pinho *et al.* (2011), por meio de contratos derivados, se os preços dos ativos subjacentes flutuarem adversamente, poderá ser realizada cobertura de risco, reduzindo assim os riscos financeiros e operacionais. Portanto, para proteger o risco, o investidor deve obter a mesma posição no mercado de derivados, mas deve estar na direção oposta dos ativos que detém, ou seja, a estratégia de *hedging*. Os contratos de derivados são o oposto de posições anteriormente assumidas no mercado à vista (mercado spot). Isso significa que existe uma correlação entre os preços dos ativos no mercado à vista (mercado spot) e derivados no mercado a prazo.

Para Peixoto (1995, pp. 186-187) a função económica dos instrumentos financeiros derivados é proteger os riscos trazidos pelos instrumentos financeiros aos investidores. Nesse caso, o mercado de futuros fornece um meio ou mecanismo para *hedgers*, comerciantes e produtores, entre vários outros, transferindo, assim, o risco de alterações nos preços dos ativos de maneira acessível, flexível e simples. No entanto, os financiados e financiadores, podem usar derivados para determinar o custo de tomar empréstimos ou ganhar dinheiro; produtores e agricultores podem determinar o preço de compra de matérias-primas e o preço de venda de produtos agrícolas; importadores e exportadores podem proteger o risco de variações na taxa de câmbio; Por fim, os gestores e investidores de fundos podem ter controlo do risco de variação da cotação de ativos financiados.

Para transferir riscos de maneira efetiva e persistente, alguém deve estar disposto a correr riscos e comprar e vender contratos aos *hedgers*. De outra forma, para transferir

riscos de forma efetiva e permanente, é necessário garantir que o preço dos instrumentos derivados permaneça em contacto com o preço dos ativos subjacentes, que é de responsabilidade dos arbitragistas.

Importa referir também que, para minimizar os efeitos dos riscos, as empresas deverão optar pela estratégia de cobertura que melhor se adapte ao tipo de risco a que está exposta. Para tal, as empresas deverão optar por estratégias de longa ou curta posição, para melhor gerir e cobrir os riscos. Segundo Nunes (2014) a cobertura de risco de longo prazo ou de longa posição, aplica-se quando a entidade tem como objetivo a fixação do preço de um ativo para posterior aquisição, já a cobertura de risco de curto prazo ou de curta posição, significa que uma entidade já adquiriu um ativo subjacente, mas tem como objetivo negociá-lo num período futuro. Para tal, a entidade fixa um determinado preço, para que no caso de o preço do mesmo ativo descer, esta se possa antecipar e proteger.

HEDGERS

Peixoto (1999, pp. 54-56) refere que “os *hedgers* são agentes económicos que recorrem ao mercado de derivados para cobrir o risco de variação de preços no âmbito da sua atividade negocial. Todavia, para se protegerem dos riscos que vão aparecendo, esses agentes têm necessidade de se socorrer aos mecanismos de gestão de risco, efetuando, por como exemplo, uma compra ou uma venda no mercado de futuros. Quando não for possível eliminar o risco, podem tentar compreender a sua natureza e quantificá-lo, reduzindo-o a um custo conhecido e suportável”.

De acordo com Peixoto, (1995, p. 189), “Um *hedger* é aquele que recorre a uma técnica específica que permite reduzir, ou até anular, os riscos de subida ou descida dos preços (conforme os seus objetivos financeiros), designada por *hedging*,” que consiste na “tomada de uma posição no mercado de futuros inversa à detida no ativo de base, de forma a que o futuro proteja o ativo contra perdas (e vice-versa) ” .

ESPECULADORES

Os especuladores são pessoas que assumem riscos para lucrar com as flutuações de preços, mas não querem receber mercadorias. Geralmente, para vender quando os preços sobem, o especulador compra um determinado bem. A especulação pode ser vista como uma atividade de compra de ativos, que pode ser vendida a um preço mais

alto quando o ativo é barato . Consequentemente, existe um risco de perda, mas também existe a possibilidade de lucro (Peixoto, 1999, p.57).

Ferreira (2005) afirma que o investimento lhe está diretamente associado, sendo que a especulação permite que se realizem investimentos ditos “agressivos”, já que o especulador, para além da sua busca por oscilações nos preços do mercado, está disposto a assumir riscos significativos por contrapartida de lucros também significativos.

De acordo com Ferreira (2005) os especuladores são classificados da seguinte forma: negociadores de posição (*position traders*), negociadores ao dia (*day traders*) e negociadores ao minuto (*scalpers*).

Os negociadores de posição ou *position traders*, são investidores “(...) que tendem a manter as posições abertas durante períodos de tempo relativamente longos, (...) de acordo com os objetivos inerentes à especulação” (Ferreira, 2005; p.29).

Estes especuladores tendem a assumir uma posição de investimento aberta, na medida em que o investimento é influenciado pela variação do preço de um determinado ativo financeiro, assumindo assim, uma posição longa ou curta. Se o especulador assumir uma posição benéfica face à subida do preço de determinado ativo, está perante uma posição longa ou compradora. Se este assumir uma posição benéfica face à descida do preço de determinado ativo, trata-se de uma posição curta ou vendedora (CMVM, 2017).

Os negociadores ao dia ou *day traders*, “(...) tendem a tirar partido de variações durante o dia”, enquanto que os negociadores ao minuto ou *scalpers* “(...) aproveitam as variações minuto a minuto, numa atitude extremamente agressiva” (Ferreira, 2005; p.29).

As duas importantes funções económicas desempenhadas por um especulador:

- ⇒ A estabilização dos mercados, em que vende caro e compra barato, porque ao comprar quando o preço é baixo, impede que o mercado caia ainda mais e vice-versa, o que significa que ao vender quando o preço é alto, impede que o mercado suba ainda mais;

⇒ Aceitando riscos que outras pessoas desejam transferir, uma vez que um indivíduo ou empresa poderá cobrir os seus riscos de câmbio, porque os especuladores podem suportá-los.

ARBITRAGISTAS

Arbitragem, trata-se de uma estratégia que tem como objetivo aproveitar as imperfeições do mercado, colocando à disposição diferentes preços, maioritariamente baixos, para um mesmo produto ou um produto equivalente, isto é, o investidor deteta uma diminuição no preço de compra face ao preço de venda de um determinado instrumento financeiro e utiliza esta situação para uma maior obtenção de lucros, sem que incorra em riscos significativos (Pinho *et al*, 2011).

No entanto, apesar de se tratar de uma estratégia favorável ao investidor, poderá tornar-se também prejudicial, uma vez que, os lucros que são obtidos desta ação poderão ser reduzidos ou até mesmo eliminados através dos custos de transação (Pinho *et al*, 2011).

Estes instrumentos financeiros favorecem não só a liquidez, mas também as operações de cobertura, sendo que, as suas características possibilitam também assumir posições mais flexíveis contrariamente às posições rígidas de compra e venda de ativos subjacentes (Ferreira, 2005).

Para Peixoto (*op. cit.*, p. 198) “os arbitragistas são agentes que procuram alcançar o lucro no mercado de derivados, ou em mais mercados, analisando diferenças no preço de um bem homogéneo que ocorrem num determinado período”.

No mercado de derivados “todos os contratos celebrados têm um preço justo, que representa o nível ao qual devem ser transacionados para estarem cotados em consonância com o preço do ativo de base”. No mercado de derivativos, não há obrigação de entregar ou receber ativos, e o preço dos derivados dependerá mais das expectativas dos participantes e especuladores do mercado do que das reais razões para determinar os preço justo. Contudo, “torna-se necessário um mecanismo que, de algum modo, ligue o preço do derivado ao preço do ativo que lhe serve de suporte, sendo esse mecanismo fornecido pela atuação dos arbitragistas”.

“A arbitragem é uma técnica de *trading* (obtenção de lucro), em que as transações efetuadas permitem realizar mais-valias resultantes de anomalias de preços entre

instrumentos idênticos ou similares, através da compra do instrumento subvalorizado e da venda em simultâneo do que está sobrevalorizado” (Peixoto, 1999, p. 50).

Os arbitragistas têm as seguintes funções: vender quando os preços estão altos e comprar quando os preços são relativamente baixos e garantir que não haja diferença duradoura entre o preço dos derivativos e o preço dos ativos (Sá Silva *et al.*, 2013, p. 180).

2.5 MODELOS DE AVALIAÇÃO E ANÁLISE DE RISCO

Os modelos de avaliação de risco podem ser muito complexos, mas, ao mesmo tempo, existem maneiras diretas de avaliar riscos específicos como é o caso dos *ratings*.

A análise de *ratings* permite ter uma ideia, relativamente ao critério escolhido de quais as piores e melhores organizações mediante a sua posição e permite a qualquer agente económico comparar efetivamente os tipos de risco envolvidos nas operações com cada país e no seu interior, com os mais importantes agentes económicos, (Ferreira, 2010).

O conjunto de riscos que a empresa deve enfrentar leva à necessidade de sistemas de análise e gestão de riscos para avaliar sua exposição a riscos . Alguns dos modelos de análise são: Modelo *value-at-risk* (VaR), Modelo de *Stress-Test* e Modelo *Risk-adjusted return on capital* (RAROC), em Porfírio, 2003.

MODELO VaR

Segundo Porfírio (2003), Hull (2012) e Silva *et al.* (2013) o modelo VaR é usado para avaliar e quantificar o nível de risco financeiro de uma empresa ou investimento durante um período de tempo .

De acordo com Linzmeyer e Pearson, (1996) o *Value-at-Risk* é bastante utilizado em instituições financeiras, bem como na avaliação económica de carteiras dentro da área financeira setor. VaR é um número único que mede a máxima perda potencial no valor presente de uma carteira, desde que as condições de mercado se comportem normalmente da mesma forma (isto é, o mercado apresenta condições semelhantes às de comportamento histórico).

Também para Jorion (1996), o indicador VaR faz um esforço para consolidar a exposição total ao risco enfrentado por uma carteira financeira em um único número.

Portanto, o VaR é resumido em números quanto ao risco do valor financeiro, onde esse valor está associado à perda máxima esperada num determinado período temporal com um intervalo de confiança. Simplificando, o VaR representa o excedente de capital que a empresa deve possuir para garantir com elevados níveis de confiança que o prejuízo que pode incorrer não é superior ao valor do ativo ou do investimento.

A flexibilidade deste modelo faz com que seja interessante porque possibilita, sem perder o rigor, as adaptações e possibilita uma análise direta do valor devido traduzir o risco na mesma unidade do investimento.

MODELO STRESS-TEST

Segundo Porfírio (2003) é uma técnica de gestão de risco em que avalia e determina os acontecimentos de uma instituição, a movimentos anormais ou extremos que possam ocorrer nos mercados. Apesar da baixa probabilidade de os acontecimentos ocorrerem, caso se verifiquem, poderão ter um impacto significativo nos resultados da empresa.

Como o nome indica, é um processo que realmente “estressa”, no sentido de verificar tudo o que pode acontecer.

O *stress-test* consegue apresentar os impactos, nos resultados, dessas situações. Um dos métodos mais utilizados é a simulação de Monte Carlos.

Formalizado em 1949, o Método de Monte Carlo por intermédio do artigo intitulado “Monte Carlo Method”, publicado por Stanislaw Ulam e John Von Neumann.

MODELO RAROC

Em 1970, o *Bankers Trust* desenvolveu uma RAPM para mensurar o risco de crédito, designando-a por RAROC, que pode ser definido como o rácio do retorno ajustado ao risco pelo capital económico que aloca. Para Saunders (2000), o numerador na fórmula do RAROC é a medida do resultado esperado ao longo de um período. O denominador é uma medida de perda inesperada de capital económico como resultado daquela atividade.

Para Porfírio (2003) tem como objetivo agregar e determinar o equilíbrio ideal entre o capital, retorno e risco, sendo uma relevante ferramenta estratégica devido a ter em consideração o risco e o retorno no mesmo foco de análise. De salientar que este modelo não é concebido para identificar risco de perdas desastrosas, uma vez que as todas as perdas são calculadas com um certo nível de confiança.

Para Saunders (2000), o numerador na fórmula RAROC é uma medida do resultado esperado durante um período. O denominador é uma medida de uma perda inesperada de capital econômico como resultado dessa atividade.

$$RAROC = \frac{\text{Resultado Antes Impostos}}{\text{Capital Económico (ou VaR)}}$$

Figura 3 - Formula Modelo RAROC

Capítulo 3 - MERCADO DE DERIVADOS

Para Samuelson & Nordhaus, (2012, p. 26) “mercado é um sistema através do qual os compradores e os vendedores interagem para determinar os preços e as quantidades de um bem, serviço e ativo”.

Sá Silva (2013, p. 109) defende que “os mercados de derivados constituem um jogo de soma nula, em que as somas perdidas por uns correspondem exatamente aos ganhos de outros” e explicando que, “os mercados virtuais não criam riqueza, apenas a redistribuem entre participantes, e a única riqueza criada nesses mercados é constituída pelas corretagens e emolumentos pagos às bolsas pelos participantes, quer tenham ganho ou perdido com as operações”.

“Mercado é um sistema através do qual os compradores e os vendedores interagem para determinar os preços e as quantidades de um bem, serviço e ativo” (Samuelson & Nordhaus, 2012, p. 26).

Mota & Custódio (2012, p. 263) refere-se ao mercado de derivativos, com base em um grupo de operações semelhantes às realizadas no mercado à vista, i.e., “nos mercados derivados são transacionadas operações idênticas às operações nos mercados à vista que estão a replicar e que são assim reunidas num único instrumento (o derivado)”. O mercado à vista, refere-se a um mercado em que os bens ou serviços vendidos são entregues imediatamente quando as operações do contrato são executadas e os preços são entregues imediatamente pelo comprador e pelo vendedor. Contudo, A liquidação das obrigações contratuais ocorrerá após a conclusão da transação, ou seja, data posterior ao momento da celebração do negócio.

Os derivados financeiros contam com as seguintes características gerais:

- ⇒ Os derivados financeiros requerem um investimento inicial muito pequeno em comparação com outros tipos de contratos, os quais apresentam resposta parecida ante o câmbio nas condições gerais do mercado. Esse fenômeno permite ao investidor ter mais lucro, bem como perdas mais elevadas, se a operação não se desenvolver com desejar.
- ⇒ O valor dos derivados altera em resposta ao câmbio cotado do ativo subjacente. Atualmente, há derivados sobre todos os tipos de ativos como moedas, *commodities*, ações, índices econômicos, metais preciosos, etc.
- ⇒ Os derivados só podem negociar em mercados organizados como a bolsa de valores ou em mercados não organizados, denominados OTC.
- ⇒ Como todo contrato, os derivados são liquidados em data futura.

3.1 BOLSA DE DERIVADOS

As bolsas de derivados é um mercado organizado de futuros e opções, caracterizado por padronização e alternativas. São porque permitem que todas as características do contrato (ativos básicos, quantidades unitárias, método de entrega, local de entrega, período de validade etc.) sejam determinadas quando o contrato for executado e somente o preço é reservado (preços são futuros e taxas de opção). São também são substituíveis porque, com a padronização dos contratos, a liquidez no mercado de derivados é alta, o que só é possível se os derivados puderem ser negociados no mercado de maneira simples e segura (sem risco de crédito) (Peixoto, 1999, p. 9).

3.2 MERCADO DE BALCÃO (OTC)

Mercado de balcão refere-se ao mercado em que as transações de venda e compra de títulos, contratos de liquidação futura valores mobiliários, e *commodities*, são realizadas diretamente entre as partes ou com intermediação de instituições financeiras. No mercado de balcão são transacionados títulos “não cotados na Bolsa, permitindo às empresas de menor dimensão, a transação a custos substancialmente inferiores”

De acordo com CMVM, “mercado onde aí são realizadas transações fora de bolsa. As transações OTC são celebradas bilateralmente, ou seja, acordadas entre um comprador e um vendedor que se conhecem, e não, como acontece nas bolsas de valores, de forma anónima e multilateral (isto é, num contexto em que todas as ordens de todos os compradores e de todos os potenciais vendedores concorrem entre si de forma anónima)”.

“Mercado Regulamentado é um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular e em conformidade com o disposto no Título III da Diretiva 2004/39/CE”, do Parlamento e do Conselho, de 21 de Abril (Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros – DMIF).

3.3 CÂMARA DE COMPENSAÇÃO

A câmara de compensação está vinculada ao mercado de futuros e desempenha uma função de garantia para permitir que todas as partes envolvidas na transação cumpram seus compromissos. A principal função da câmara de compensação é “padronizar e reduzir o risco de incumprimento da contraparte para os contratos intermediados pelos seus membros (compensadores)” (Sebastião, 1998, p. 39).

“Entidade que tem por função garantir o cumprimento das obrigações contratuais assumidas por compradores e vendedores em certos mercados. A câmara de compensação só existe em alguns mercados, existindo por regra nos mercados de bolsa de futuros e de opções. Para poder assumir esta função a câmara de compensação exige margens e garantidas, além de que procede à liquidação diária de perdas e ganhos”. (CMVM).

De acordo com o artigo 258º do Decreto-Lei 486/99, as entidades que podem atuar como câmara de compensação são:

- ⇒ Instituições de crédito autorizadas a exercerem atividades em Portugal;
- ⇒ Entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral e de sistemas de liquidação;
- ⇒ Entidades gestoras de câmara de compensação; Contrapartes centrais e
- ⇒ Banco de Portugal.

Capítulo 4 - INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS

Este capítulo definirá os principais conceitos de derivados / produtos financeiros.

“Os produtos derivados são vulgarmente designados como instrumentos financeiros derivados, apresentando uma relação contratual estabelecida entre duas ou mais partes, em que todas as condições inerentes ao pagamento ou outras ações realizadas, futuramente, são previamente determinadas” (Bráz *et al.*, 2000, p. 5).

Os produtos derivados chamam-se assim porque “derivam” de um produto subjacente que é transacionado no mercado à vista. Isso acontece devido à necessidade de eliminar o risco de perda do valor do bem, porque os negócios concretizado hoje e a transação e / ou pagamento serão verificados mais tarde (Sá Silva, 2013, p. 253).

Os derivados são ativos cujo valor depende (é derivado) do valor de um outro ativo designado por ativo subjacente. Geralmente tomam a forma de contratos entre duas partes, que obrigam umas das partes a fazer um pagamento ou conjunto de pagamentos à outra parte, numa data futura, e em função da evolução do preço do ativo subjacente (Abreu *et al.*, 2012). Os ativos subjacentes podem ser tão variados como ações, obrigações, *comodities*, índices de ações, taxas de juro, divisas, créditos de carbono ou até índices sobre outros derivados (Ferreira, 2011).

Os instrumentos financeiros são “contratos cujo conteúdo se traduz na atribuição do direito de exigir ou da obrigação de efetuar, numa data futura, determinados pagamentos, prestações, ou a mera diferença entre ambos, calculados por referência a determinados factos, reais ou teóricos, que lhes estão subjacentes” (Pina, 2005, p. 454).

Foi no séc. XIX com a fundação Chicago Board of Trade que surgiram os primeiros contratos a prazo de venda e de compra de mercadorias, a um determinado preço, com regulamentação própria. Sá Silva (2013) afirma que a razão pela qual os contratos de futuros sobre *commodities* é fornecer proteção contra o risco de flutuações dos seus preços. As opções, que têm a mesma finalidade, surgem como uma alternativa para a compra ou venda de um ativo, pois o comprador do contrato tem a hipótese de escolher comprar ou não e vender ou não o ativo na data acordada.

O mercado de derivados é o mais recente e o mais dinâmico dos mercados financeiros internacionais.

Podemos definir então um derivado como um contrato cujo o valor deriva de um produto subjacente: um ativo, um índice ou uma taxa de juro.

Existem duas categorias de produtos derivados: futuros e opções. Na primeira categoria incluem-se *forwards*, futuros e *swaps*.



Figura 4 - Instrumentos Financeiros Fonte: Elaboração Própria

- ⇒ **Forwards** – “São contratos onde as partes efetuam a compra/venda de um determinado bem ou ativo (ativo subjacente), numa data futura, num montante e preço estabelecido no presente. Não envolvem nenhum fluxo financeiro até ao vencimento do contrato, momento em que a transação é realizada nas condições fixadas. São contratos negociados no mercado de balcão ou OTC. São os tipos de contratos de derivados mais antigos e os mais acessíveis” (Jacquillat & Solnik, 1991, p. 307).
- ⇒ **Futuros** – “É um acordo onde se estabelece a obrigação de comprar ou vender uma determinada quantidade de um bem a um preço previamente acordado, numa data futura previamente acordada” (Caiado & Caiado, 2008, p. 289). Sendo negociado num mercado de bolsa organizado entre compradores e vendedores, para que cada um deles assine um contrato com a bolsa.
- ⇒ **Swaps** – “São contratos pelos quais as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, numa ou em várias datas predeterminadas, semestralmente ou anualmente, até ao vencimento do contrato, concretizados através de cálculos com referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente a partir de um montante teórico (por exemplo, taxas de juro fixa vs. taxa de juro variável,

variação de um índice de ações vs. variação de outro índice de ações, e entre outras), e, geralmente, são utilizados para cobertura de risco de taxas de câmbio ou de juro” (Seabra, 2016, p. 27).

4.1 CONTRATOS *FORWARD*

Um *forward* é um contrato a prazo celebrado por duas partes, que permite aos intervenientes acordar pormenores sobre determinada transação de um ativo subjacente (mercadorias, matéria-prima ou instrumento financeiro), a um preço previamente fixado e numa data futura. Os contratos *forwards* são estabelecidos de forma a satisfazer as necessidades específicas de, pelo menos, um contratante e são, geralmente, negociados em mercados OTC. A transação em OTC torna os *forwards* instrumentos financeiros ilíquidos, sem mecanismos formais de transparência e de proteção contra o risco de incumprimento da outra parte.

Num contrato *forward* o comprador assume uma posição longa e concorda em adquirir determinado ativo subjacente a um preço fixado e com uma entrega diferida. O vendedor toma a posição curta e compromete-se a vender o ativo subjacente nas condições definidas no contrato.

Para Mota & Custódio (2012, p. 267) existe um vasto número de contratos *forward* todavia, os *forwards* de taxas de juros ou também chamado *forwards rate agreement* e os *forwards* cambiais são os derivados mais utilizados.

***FORWARDS* CAMBIAIS**

“Um contrato de *forward* cambial é o tipo de contrato que representa uma transação acordada entre duas partes para a compra (venda) de uma moeda, em contrapartida da venda (compra) de uma outra moeda, a um preço pré acordado, numa data futura determinada (vencimento do *forward*)” (ibid., p. 268).

De acordo com Mota e Custódio (2006), este tipo de contrato representa uma compra (venda) da moeda A e uma venda (compra) da moeda B entre duas entidades em uma determinada data futura (data de vencimento futura) a um preço (taxa de câmbio futura A / B), numa transação acordada. Nestas transações existem dois motivos: a cobertura do risco cambial ou a especulação. Ao cobrir o risco cambial, ao fixar o preço da taxa *forward* elimina a incerteza sobre o valor do futuro de uma determinada taxa de câmbio, limitando assim antecipadamente o valor de futuro de uma determinada transação. Relativamente à especulação, o contrato pode ser realizado com o intuito de

obter um ganho, resultante de uma diferença favorável entre a taxa de câmbio à vista que vigorará no seu vencimento e a taxa de câmbio contratada através do *forward*.

FORWARDS RATE AGREEMENT

O *forward rate agreement* é um dos métodos mais utilizados e referenciados para as empresas se protegerem do risco da taxa de juro.

De acordo com Caiado & Caiado (2008, p. 277), um FRA “é um contrato sobre taxas de juro futuras, em que uma das partes intervenientes, o comprador, se obriga a pagar juros a uma taxa fixa sobre um determinado capital à outra parte, o vendedor, que assume em contrapartida o compromisso de pagamento de juros a uma taxa variável”.

Mota e Custódio (2006) corrobora a definição de Caiado & Caiado definindo: “FRA representa a celebração de um contrato, entre comprador e vendedor, de fixação a prazo de determinada taxa de juro”.

Um FRA pode ser usado para cobrir o risco, particularmente o risco de taxa de juro, no que diz respeito à receita de investimento financeiro ou ao custo de financiamento no futuro, para assim fixar a taxa de juros da transação atual. Outro dos motivos que leva ao uso do FRA é o seu uso especulativo, em que existe o objetivo de obter um ganho com a variação futura de determinada taxa de juro. É exequível, a compra de um FRA não implica nenhuma operação de aplicação ou cedência de fundos.

Quando a FRA expira, a liquidação financeira é feita pela determinação do resultado, e a parte que obtém o resultado desfavorável deve pagar o que deve ser pago à outra parte.

O FRA é um acordo/contrato financeiro bilateral (entre uma empresa e uma instituição financeira) que permite definir uma taxa de juros para um período específico e que terá início no futuro. Na data acordada, a liquidação será baseada na diferença entre a taxa de juros acordada e a taxa de mercado (ISGB, 2005), (Antunes, 2008) e (Bastardo, 2011).

A realização da FRA é completamente independente da operação financeira que a origina, essa característica de independência entre os dois contratos (um que cobre o risco através da FRA e a outra da futura operação financeira) que distingue a FRA de uma operação que use futuros.

Segundo Porfírio (2003), A FRA é um instrumento para proteger o risco de taxa de juros utilizado, no caso da empresa:

⇒ ao ter ativos à taxa fixa com taxas de juros variáveis enfrentam o risco de aumento das taxas de juros. Sendo assim, é necessário comprar FRA (posição longa) ou manter ativos a taxas variáveis e manter passivos a taxas fixas, enfrentando o risco de queda nas taxas de juros Para impor a proteção deve vender um FRA (posição curta);

A representação esquemática do FRA apresenta-se da seguinte forma:

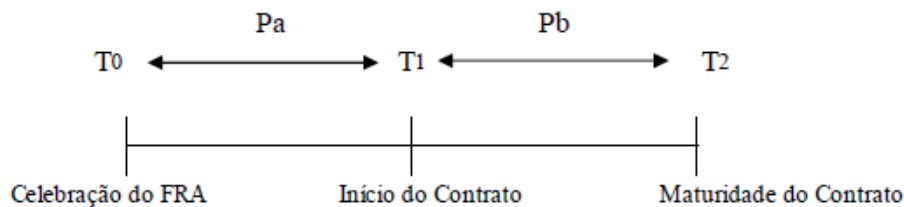


Figura 5 – FRA Fonte: Adaptado de Bastardo, 2011

Sendo:

- T0: celebração do contrato do FRA, em que uma das partes tenha de garantir à outra uma taxa de juro acordada (TC);
- Pa: período de diferimento que decorre entre a data do FRA e o início da operação;
- T1: data de início da operação subjacente ao FRA correspondente ao início do período da contagem de juros;
- Pb: Período da operação financeira subjacente;
- T2: data de maturidade do contrato subjacente ao FRA e que corresponde ao fim do período de contagem de juros.

No final do período T2:

- Se a taxa de liquidação (TL) > taxa do FRA (TC): a entidade bancária pagará à empresa o diferencial entre a TL e a TC, conforme estabelecida no contrato. Embora a empresa pague juros a uma taxa de juros mais alta na operação financeira subjacente, o custo de financiamento da taxa de juros da FRA é garantido pela diferença recebida anteriormente;

- Se taxa de liquidação (TL) < taxa do FRA (TC): O diferencial entre a TL e a TC, a empresa liquida na entidade bancária. A empresa paga juros a uma taxa de juros mais baixa na sua operação financeira subjacente, mas como a diferença é paga ao banco, seu custo de financiamento estará ao nível da taxa de juros da FRA.

“O contrato FRA tem uma eficiência completa, uma vez que a taxa da operação subjacente acaba por ser sempre a taxa contratada no FRA” (Martins *et al.*, 2011).

4.2 CONTRATO DE FUTUROS

Conforme Mota e Custódio (2006), os futuros são contratos a prazo entre duas entidades relacionadas à compra / venda de um ativo em uma data futura conhecida. A diferença entre um *forward* e um futuro é que os contratos futuros são negociados em um mercado organizado (ou seja, no mercado de ações), que possui um conjunto de regras e procedimentos.

Logo, um contrato de futuros é um acordo, negociável, que vincula duas partes a comprar ou vender um ativo ou instrumento financeiro (o subjacente do contrato), numa data futura a um preço previamente determinado. O ativo subjacente pode ser mercadorias, matérias-primas, taxas de juro, índices de ações, divisas ou outros ativos como as condições climatéricas.

Os contratos futuros são transacionados, exclusivamente, em mercados organizados e centrados (bolsas).

Uma das principais características do mercado de futuros é a padronização dos contratos em termos de: ativo subjacente, quantidade, data de vencimento, condições de entrega, flutuações mínimas e variação máxima diária. Esta padronização tem como objetivo aumentar a funcionalidade, transparência e liquidez dos contratos e, simultaneamente, reduzir os custos de informação e eliminar o risco de crédito.

Existem dois tipos de contratos de futuros:

- ⇒ Contratos de futuros que são negociados com liquidação física, tais como matérias-primas (*commodities*) e que incluem o açúcar, o milho e o cacau.
- ⇒ Contratos de futuros com liquidação financeira. Estes são emitidos, entre outros, sobre ações, obrigações, índices acionistas e índices.

A eliminação do risco de crédito é assegurada pela própria bolsa, através da câmara de compensação, que é a contraparte legal dos contratos e tem como função a regulamentação do mercado de futuros. A câmara de compensação minimiza o risco de incumprimento da contraparte, através de um mecanismo de prevenção denominado de sistema de margens.

O sistema de margens consubstancia-se na obrigatoriedade, no início de um contrato, das partes contratantes depositarem e, posteriormente, manter uma certa quantia de fundos (títulos de renda fixa sem risco e de alta liquidez ou títulos negociáveis) na câmara de compensação. Existem três tipos de margens: margem inicial, margem de manutenção e margem de variação.

A margem inicial é o primeiro depósito que o comprador ou vendedor de um contrato é obrigado a fazer na câmara de compensação. A sua finalidade é de servir a futuros pagamentos ou recebimentos resultantes de oscilações do preço do ativo subjacente.

A margem de manutenção estabelece o limite mínimo que tem de permanecer depositado na câmara de compensação, enquanto a posição do contrato se mantiver aberta.

A quantificação desta margem é normalmente definida por uma percentagem da margem inicial. A margem de variação é a parte da margem inicial que pode ser utilizada nas perdas resultantes de oscilações do ativo subjacente. Quando as perdas são superiores à margem de manutenção, o investidor (comprador ou vendedor) é obrigado a repor a margem até ao montante inicial. Em situação inversa, quando os ganhos são superiores à margem inicial, o investidor poder realizar um levantamento pelo excesso.

Confrontando os contratos a prazo com os futuros, os futuros que visam minimizar o risco de crédito e ter maior liquidez, sendo estas as características mais distintivas. Para que isso se verifique, os futuros são mais padronizados, estabelecendo um montante mínimo fixo, um reduzido número de datas de vencimento, e somente múltiplos desse montante. O objetivo da padronização de futuros é aumentar a liquidez do mercado, evitando a dispersão do capital em uma ampla gama de quantidades, prazos e períodos, permitindo a otimização de preços. Em último, devido ao mecanismo de apuramento diário de margens e resultados e a contraparte ser negociada na bolsa, o risco de crédito é menor.

Conforme Silva *et al.* (2013), nos mercados de futuros, dois tipos de posições no mercado futuro podem ser assumidos :

- ⇒ posição longa (ou de compra) ou;
- ⇒ uma posição curta (ou de venda).

Uma posição longa, o interveniente assume a posição de compra de futuros e assume esta posição para compensar o risco de um aumento no preço do ativo subjacente . Use-a quando o comprador precisar comprar ativos a um preço predeterminado no futuro ou garantir a taxa de investimento futuro .

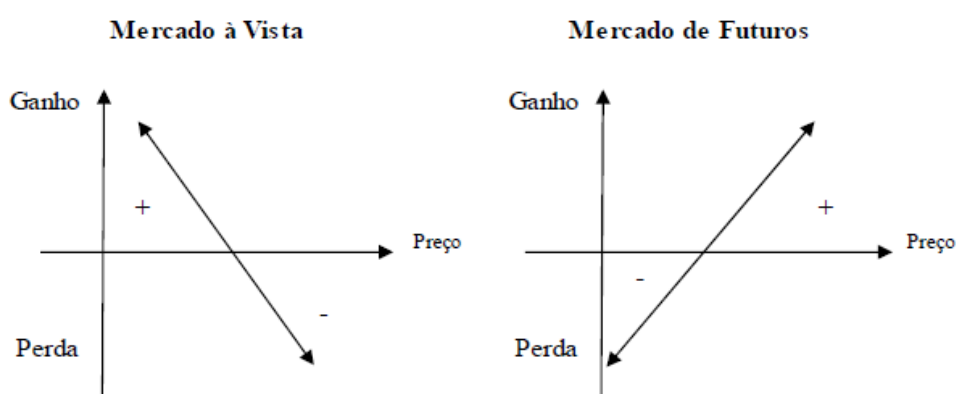


Figura 6 - Posição Longa no mercado à vista e no Mercado de Futuros Fonte: Silva (2013)

No mercado à vista, o comprador possui uma posição curta, ou seja, precisa de adquirir o ativo subjacente. Nesse sentido, ocupa uma posição longa no mercado futuro, formando uma posição oposta, que pode proteger o comprador do impacto dos aumentos de preços de mercado. Logo, as perdas no mercado à vista são compensadas pelos ganhos com contratos de futuros.

Somente quando o preço de exercício do futuro for menor que a taxa spot no mercado, será lucrativo a compra de um futuro. Se o contrário acontecer, os resultados futuros serão negativos. Numa cobertura longa se a base (*spot* - futuro) aumenta, o contrato terá um valor negativo, mas se a base diminuir, o contrato originará um ganho.

Na posição curta ou de venda, o interveniente assume uma posição de vender futuros. Serve esta posição para assim cobrir o risco da descida do preço do ativo subjacente. A utilização desta posição acontece quando o vendedor possui um ativo e tenciona vendê-lo no futuro, definindo assim o seu preço.

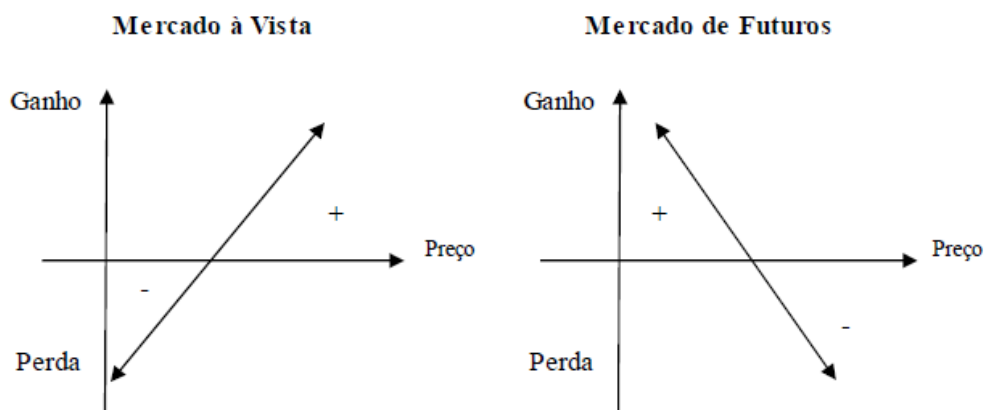


Figura 7 -Posição Curta, no mercado à vista e no Mercado de Futuros Fonte: Silva, 2013

Os investidores no mercado à vista possuem posições longas, ou seja, possuem ativos subjacentes. Nesse sentido, ocupa uma posição curta no mercado de futuros, formando uma posição oposta em que protege o comprador da queda de preços no mercado. A queda nos preços à vista é compensada pelos ganhos com contratos de futuros.

Somente quando o preço de exercício dos futuros for superior à taxa de *spot* no mercado, os futuros poderão ser vendidos com lucro. Se o contrário ocorrer, os resultados futuros serão negativos. Em uma posição curta, se a base aumentar, ela terá um impacto positivo, enquanto a queda na base trará resultados negativos ao contrato.

São muitas as vantagens desses instrumentos conforme apresentadas por diferentes autores. Pires (2011) refere como principal vantagem dos contratos futuros a sua liquidez que advém do facto desses contratos serem estandardizados e transacionados em mercados organizados. Por outro lado, Ferreira (2011) aponta como principal vantagem dos contratos futuros o facto de não existir risco de incumprimento pelas partes pois a verdadeira contraparte na transação é a bolsa de valores através da sua câmara de compensação. Abreu *et al.* (2012) concorda com Pires e Ferreira e apontam mais duas vantagens dos contratos futuros, designadamente, a possibilidade de transação do contrato em qualquer momento até a maturidade e a não especificidade do ativo subjacente a ser entregue, podendo-se entregar qualquer ativo com características similares.

4.3 CONTRATO DE SWAPS

Segundo com Ehrhardt e Brigham (2011), “um *swap* é exatamente o que o nome sugere – duas partes concordam em trocar (*swap*) algo, geralmente obrigações de fazer

determinados pagamentos. A maioria dos *swaps* envolve ou pagamento de juros ou de moedas, mas praticamente qualquer coisa pode ser alvo de um *swap*”.

Por outras palavras, um contrato de *swap* é uma transação entre duas partes cujas necessidades em termos de matéria de divisa ou taxa de juro ou outros ativos são complementares e trocam as características das suas posições sobre o mercado de divisas ou de taxas de juro.

De acordo com Pinho *et al.* (2011), as empresas podem estar expostas a riscos em certos mercados com moedas diferentes ou taxas de juros fixas e variáveis, na esperança de eliminar ou reduzir esse risco. Ao trocar a exposição ao risco, os *swaps* podem melhorar o equilíbrio no financiamento e na gestão de carteiras de investimento. A troca de pagamentos de juros por meio de *swaps* pode separar riscos associados ao compromisso inerente ao financiamento, como taxas de juros e riscos cambiais.

Isto significa que um *swap* é uma transação OTC entre duas partes em que a primeira das partes promete efetuar um pagamento à segunda. Esta contraparte, normalmente promete fazer um pagamento à primeira. Os pagamentos para ambas as partes calculam-se segundo fórmulas diferentes, mas realizam-se segundo um calendário de datas futuras acordadas. Este tipo de *swap* é conhecido como *vanilla simple*, isto é, não tem complexidade sendo simples, tanto nos princípios como na operação.

No início do contrato, pelo menos uma das séries de *cash-flow* é determinada por uma variável aleatória ou desconhecida, tais como uma taxa de juro, uma divisa, um título ou uma mercadoria. Tendo em conta o seu funcionamento, um *swap* pode ser encarado como uma série de contratos *forward*: um para cada fluxo de caixa.

O mercado de *swaps* trata de trocar a vantagem financeira que um agente económico tem num mercado por uma vantagem equivalente que outro agente possua num mercado diferente.

Os *swaps* são instrumentos financeiros derivados que podem ser utilizados por entidades para gerir riscos financeiros, são eles:

- ⇒ *Swaps* sobre taxa de juro (*interest rate swaps*) – fluxos trocados a diferentes taxas de juros e entre mesmas divisas;
- ⇒ *Swaps* sobre taxa de câmbio (*currency swaps*) – fluxos trocados entre duas moedas diferentes, mas as taxas de juros são semelhantes ou diferentes.

Atualmente, são utilizados diversos tipos de *swaps* sendo os mais comuns, o *swap* de taxa de juro e o *swap* de taxa de câmbio ou *swap* cambial.

SWAPS TAXA DE JURO

O *swap* de taxa de juro (*interest rate swap*) acontece quando duas partes se comprometem a trocar, dois fluxos de pagamentos de juros durante um período previamente estabelecido. Os fluxos de pagamento podem ser, permuta de uma taxa fixa por uma taxa variável (*coupon swaps*), ou na permuta de uma taxa variável para uma taxa variável (*basis swaps*), e uma mesma referência (exemplo: libra estrelina). Nem sempre é necessário trocar pagamentos simultaneamente, e geralmente é uma transação entre um banco e uma grande entidade.

Uma das vantagens dos *swaps* de taxa de juros é que permitem que os agentes económicos convertam o fluxo de financeiros relacionados ao seu financiamento (ou investimento) de taxas de juros variáveis para taxas de juros fixas sem ter que pagar pagamentos ou rendimentos adicionais.

SWAPS CAMBIAIS

“O *swap* cambial (*currency swaps*) é transacionado num mercado de balcão, consiste em acordos de troca de uma divisa por outra, a efetuar durante um determinado período, podendo envolver também os respetivos juros” (Caiado & Caiado, op. cit, p. 287).

O *swap* cambial envolve a troca de um conjunto de pagamentos numa moeda por um conjunto de pagamentos noutra moeda, ou seja, é uma transação simultânea à vista e a prazo de uma moeda contra outra moeda ao passo que o *swap* de taxa de juro envolve a troca de um conjunto de pagamentos de juros por outro conjunto de pagamentos de juros com características diferentes, ambos denominados na mesma moeda (Abreu *et al.*, 2012).

4.4 PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS E DIFERENÇAS ENTRE OS DERIVADOS

A Tabela apresenta de forma resumida as principais diferenças e características de cada tipo de instrumento derivado (futuros, *forwards*, *swaps*).

Item	Futuros	Forwards	Swap
Local de Negociação	Bolsa de Valores	Balcão	Balcão
Determinação de Preços	Negociação em Bolsa	Negociação entre as partes	Negociação entre as partes
Risco da Contraparte	Reduzido	Elevado	Elevado
Padronização	Existente	Não existente	Não existente
Revenda	Frequente	Não existente	Não existente
Liquidação	Diária	Final	Final ou antecipada (acordado entre as partes)
Liquidação da Posição	Alta	Baixa	Baixa
Ajuste Diário	Existente	Não Existente	Não Existente
Ativo Subjacente	Não específico	Específico	Não específico
Entrega do Ativo Subjacente	Pouco Frequente	Frequente	Não Existente

Figura 8 - Diferenças entre Instrumentos Financeiros Fonte: Elaboração Própria com base em Abreu et, al. 2012

4.5 RISCO DOS INVESTIDORES EM DERIVADOS

Os produtos derivados são instrumentos de cobertura de risco, mas também apresentam risco associados conforme Peixoto 1995, pp 125-126.

⇒ **Riscos de comprar / vender futuros**

Se a volatilidade dos preços é muito desfavorável, as perdas sofridas pelos investidores na compra e venda de futuros são muito maiores do que as perdas sofridas no investimento em futuros, porque a margem representa apenas uma pequena parte do valor do contrato.

Se o investidor realizar após a data de vencimento do contrato, o investidor corre o risco de perder tudo;

O vendedor ou comprador de futuros de cobertos perde a oportunidade de lucrar com o desenvolvimento favorável do preço do ativo subjacente, o comprador não lucra com a queda no preço da posição curta, e o vendedor lucra com o aumento de preço compensado pela perda de sua posição no futuro.

Capítulo 5 - INDÚSTRIA TEXTIL E DE VESTUÁRIO

ENQUADRAMENTO

A indústria têxtil e vestuário (ITV) é uma das mais antigas e tradicionais indústrias portuguesas, mantendo-se como um dos maiores e mais importantes setores empresariais nacionais.

A revolução Industrial, está na origem da produção têxtil que teve início no fim do século XVIII, mas foi a partir da segunda metade do século XIX que a industrialização se desenvolveu. Esse desenvolvimento deve-se à formação de unidades de fiação, tecelagem, tinturaria, acabamentos, malhas, têxteis-lar, têxteis técnicos, cordoarias e confeções.

A progressão da indústria têxtil só acontece por volta do ano de 1836. Durante de mais de 30 anos, o comércio de vestuário foi enquadrado a nível mundial por regimes especiais:

- 1) Acordo de curto prazo relativo ao comércio internacional de têxteis de algodão;
- 2) Acordo de longo prazo relativo ao comércio internacional de têxteis de algodão e;
- 3) Acordo Multifibras, que vigorou de 1974 a 1994, e que protegeu os interesses dos países industrializados contra a vaga de crescentes exportações dos países em vias de desenvolvimento, discriminatório face ao GATT (Acordo geral sobre pautas aduaneiras e comércio), estabelecidos em 1947, que visava promover o comércio internacional e remover ou reduzir barreiras comerciais entre os signatários.

Na década de 70 e 80, a ITV desenvolveu muito as suas atividades, devido a custos de mão-de-obra mais baixos, proximidade de localização geográfica e afinidade cultural, favorecendo assim a deslocação dos meios de produção de outras partes da Europa onde os custos da mão-de-obra eram consideravelmente mais elevados.

Em 1995, com a transformação institucional do GATT na Organização Mundial do Comércio, inverteu-se a tendência protecionista que se verificava até então. Iniciava-se o desmantelamento do Acordo Multifibras e a aplicação faseada do Acordo sobre Têxteis e Vestuário que liberalizou o comércio internacional do têxtil e vestuário e levou à conclusão do processo em 1 de janeiro de 2005, entre os países da OMC.

Após a entrada da China em 2001 para a OMC, agravou o desequilíbrio comercial na Europa, que afetou negativamente as empresas nacionais. Outros fatores externos negativos são verificados entre 2001 e 2008, como a adesão de Portugal ao euro, o alargamento da UE a Leste e a crise económica e financeira internacional, contribuíram assim para uma forte contração da atividade das empresas do setor têxtil e vestuário.

De acordo com os dados da Associação Têxtil e vestuário de Portugal a ITV atravessou várias fases, fases essas de expansão, declínio e recuperação, conforme gráfico abaixo:

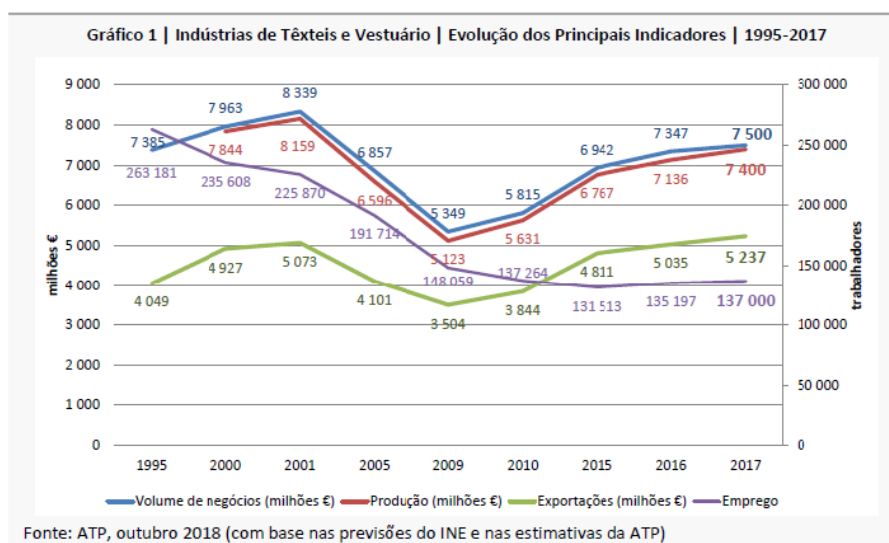


Figura 9 - Indústria têxteis e Vestuário Fonte: ATP

Depois de um volume de negócios máximo histórico em 2001, superior a 8 mil milhões de euros, o fim do período derogatório do Acordo de Multifibras teve efeitos nefastos sobre o setor, com uma redução drástica no volume de negócios e do emprego nos anos seguintes.

Em 2008, houve um aumento significativo das exportações devido a novos rumos para criação de valor acrescentado nas aplicações do têxtil e vestuário, mesmo com menor número de empresas e de trabalhadores, obtendo-se ganhos de produtividade. Só em 2015 o emprego voltou a crescer, invertendo uma tendência desde 1995.

A partir de 2010, sentiu-se uma grande recuperação, devido ao *know-how* industrial, inovação tecnológica, o design, a qualidade, a rapidez e flexibilidade, a fiabilidade, recursos humanos especializados, serviços de elevado valor acrescentado e uma estrutura e dinâmica fileira, organizada em cluster, apoiada por vários centros de competências, permitindo um crescimento sustentado da atividade industrial. Hoje em dia a indústria nacional segue rigorosos princípios de sustentabilidade social e ambiental.

Atualmente, as empresas do setor possuem departamentos de I&D e áreas criativas, com *designers* têxteis e de moda para promover a inovação, ou colaboram com o sistema científico e tecnológico nacional, por forma a possibilitar a transferência de

conhecimento e de tecnologia para as empresas, mesmo trabalhando apenas em *private label*.

CARATERIZAÇÃO DA INDÚSTRIA

A indústria têxtil e de vestuário abrange uma variedade de atividades, desde a conversão de fibras naturais ou sintéticas em fios e tecidos, até a produção de uma variedade de produtos, como fios sintéticos de alta tecnologia, roupas de cama, filtros industriais e roupas. Sintetizando, a indústria engloba:

⇒ Dois tipos de fibras têxteis:

- fibras “naturais”, incluindo algodão, lã, seda, linho, cânhamo e juta;
- fibras “artificiais”, incluindo as provenientes da transformação de polímeros naturais (como viscose, acetato e modal), fibras sintéticas (ou seja, fibras orgânicas à base de produtos petroquímicos como o poliéster, nylon/poliamida, acrílico e polipropileno), e fibras de materiais inorgânicos (por exemplo, vidro, metal, carbono ou cerâmica).

⇒ O tratamento de matérias-primas, isto é, a preparação ou produção de várias fibras têxteis e/ou o fabrico de fios (por exemplo, através de fiação):

- produção de tecidos de malha e outros tecidos;
- atividades de acabamento, para que os tecidos adquiram as características exigidas (inclui branqueamento, impressão, tingimento, impregnação, revestimento e plastificação);
- transformação desses tecidos em produtos, nomeadamente:
 - vestuário (tricotado ou tecido);
 - tapetes e outros revestimentos têxteis;
 - têxteis para o lar, tais como roupa de cama, mesa ou cozinha, e cortinas;
 - têxteis técnicos ou industriais.

O setor retalhista é a parte final da cadeia de valor desta indústria, de enorme relevância ao nível do consumidor. Algumas empresas industriais, integradas verticalmente, têm as suas próprias redes de distribuição.

Na UE, o setor é constituído basicamente por pequenas empresas, com menos de 50 trabalhadores, que representam mais de 90% da força de trabalho e produzem cerca de 60% do valor acrescentado.

Os cinco maiores produtores do setor na UE são Itália, França, Reino Unido, Alemanha e Espanha e representam, em conjunto, cerca de ¾ da produção da UE.

Destacam-se na produção de vestuário, a Itália, Grécia, Portugal, Roménia, Bulgária, Polónia, Espanha e França. Por outro lado, o Reino Unido, a Alemanha, a Bélgica, a Holanda, a Áustria e a Suécia contribuem mais para a produção de têxteis. No que se refere ao comércio externo, cerca de 20% da produção da UE destina-se a países terceiros.

A Europa é líder mundial nos mercados de têxteis técnicos/industriais e não-tecidos (filtros industriais, produtos de higiene, produtos para o setor automóvel e médico, entre outros), bem como em peças de alta qualidade e de design.

TECIDO EMPRESARIAL

Segundo a Classificação das Atividades Económicas (CAE Rev. 3, INE), as indústrias dos têxteis e do vestuário analisadas incluem os seguintes setores e subsetores:

- ⇒ Fabricação de têxteis (CAE 13), que “[c]ompreende a preparação de fibras têxteis (descaroçamento, maceração, batedura, torcedura e carbonização), lavagem, penteação, fiação, retorcedura, tecelagem de lãs, algodão, linho, juta, cânhamo, rami, pêlos, fibras artificiais e sintéticas. Compreende também o acabamento de têxteis (branqueamento, tingimento, estampagem, texturização, etc.), confeção de têxteis para o lar e outros artigos têxteis.”;
 - Preparação e fiação de fibras têxteis (CAE 131)
 - Tecelagem de têxteis (CAE 132)
 - Acabamento de têxteis (CAE 133)
 - Fabricação de outros têxteis (CAE 139)
- ⇒ Indústria do vestuário (CAE 14), a qual “[...] compreende todo o tipo de vestuário para homem, mulher ou criança, em qualquer material (tecido, malha ou não tecidos, couro, peles com pêlo, etc.), qualquer que seja o fim (trabalho, passeio, desporto, etc.). Inclui também a fabricação de artigos de peles com pêlo e de acessórios de vestuário em qualquer material.”.
 - Confeção de artigos de vestuário, exceto artigos de peles com pêlo (CAE 141)
 - Fabricação de artigos de peles com pelo (CAE 142)
 - Fabricação de artigos de malha (CAE 143)

No ano de 2016, o setor têxtil englobava 12.227 empresas (3517 do subsetor têxtil e 8710 do subsetor do vestuário), representam cerca de 18,3% do total da indústria transformadora nacional (dados do INE).

Em Portugal, as empresas do setor são maioritariamente por microempresas (77,8%), e PME (10-249 pessoas, 21,8%) que representam 99,6% total do tecido empresarial.

Relativamente à localização geográfica, cerca de 76.1% situam-se no norte do país. 10.6% no centro, 9,2% na área metropolitana de Lisboa. Os restantes 4% são divididos entre o Alentejo, Algarve, Açores e Madeira.

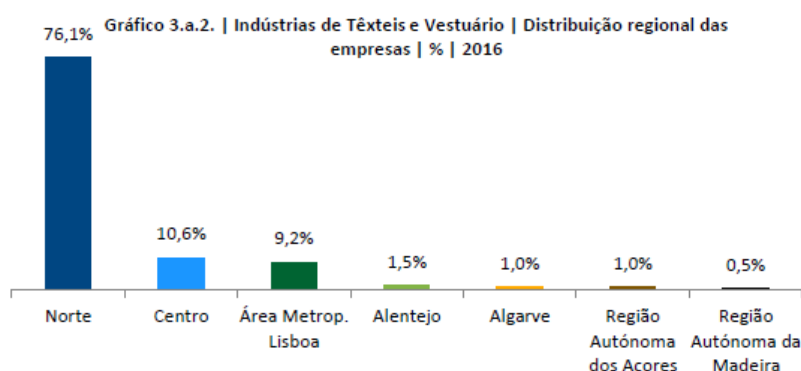


Figura 10 - Distribuição das Empresas Fonte: ITV

O setor têxtil e vestuário emprega 135.521 pessoas (44.837 nos têxteis e 90.684 no vestuário), o que representa cerca de 19.7% do total da indústria transformadora. O número de pessoal ao serviço do setor cresceu cerca de 3% entre 2015 e 2016 no setor do vestuário e 3% relativamente ao setor dos têxteis.

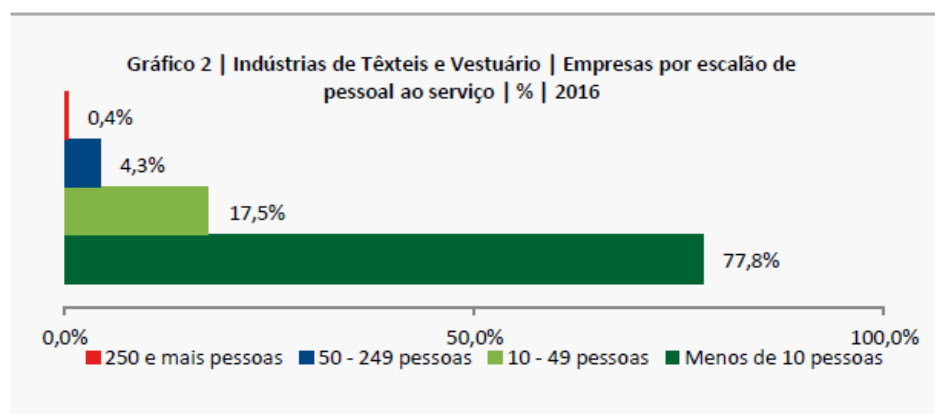


Figura 11 - Número de Colaboradores nas Empresas Fonte: ITV

No quadro abaixo, mostra-nos a produtividade aparente do trabalho do setor que tem evoluído de uma forma positiva, passando de cerca de 12,8 para cerca de 16,7 milhares de euros entre 2010 e 2016, sendo a média nacional de 23,1 milhares de euros em 2016.

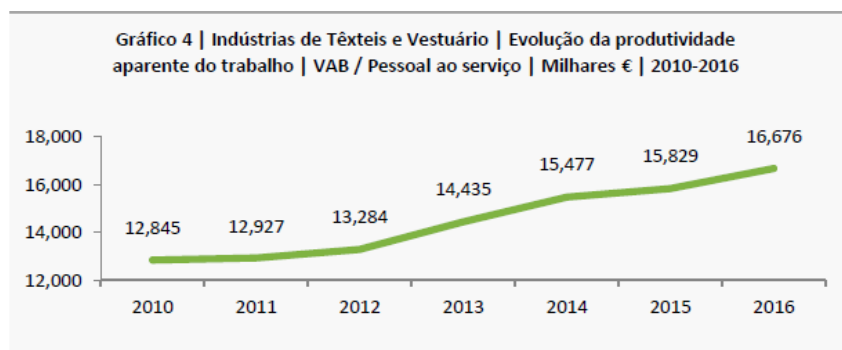


Figura 12 - Produtividade aparente do trabalho Fonte: ITV

No ano de 2016, o volume de negócios atingiu os 7362 milhões de euros (3544 milhões de euros no têxtil e 3819 milhões de euros no vestuário), valor 6% superior ao registado em 2015, representando cerca de 9% do total da indústria transformadora.

O VAB foi de 2260 milhões de euros (1028 milhões de euros no setor têxtil e 1232 milhões de euros no vestuário), mais de 9% do que em 2015, representando cerca de 11,2% do total da indústria transformadora.

As indústrias do têxtil e vestuário representam um dos setores mais importantes da economia nacional, devido à criação de emprego e de riqueza, com um peso de 4% no PIB, em 2016, conforme gráfico abaixo.

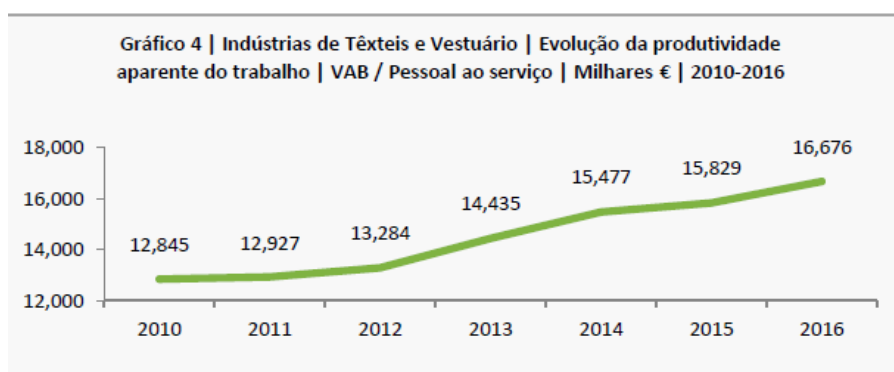


Figura 13 – Evolução da Produtividade Fonte: ITV

Entre 2010 e 2012, os nascimentos de empresas foram inferiores às mortes tendo-se invertido esta situação a partir de 2013, ano em que o número de novas empresas atingiu o seu valor máximo, verificando-se uma tendência decrescente até 2016.

De acordo com o BdP, em 2016, o EBTIDA da indústria têxtil e vestuário cresceu 10% (3% para o vestuário e 7% para o têxtil. Nos de 2015 e 2016, cresceu 53% o valor do EBTIDA, sendo as PME a contribuírem positivamente para esse crescimento e as microempresas negativamente para a variação do EBITDA.

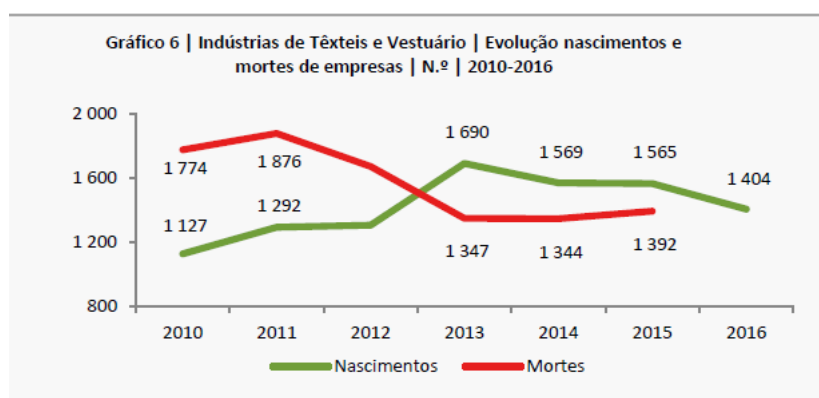


Figura 14 - Nascimentos e Mortes empresas Fonte: ITV

COMÉRCIO EXTERNO

As exportações de têxteis e vestuário nacionais atingiram, em 2017, os 5.231 milhões de euros mais 4% do que em 2016, que representava assim 8,9% do total das exportações de bens. As importações registaram um aumento de 5%, situando-se nos 4.138 milhões de euros, perfazendo assim cerca de 6% do total das exportações.

Analisando o mercado mostra-nos que uma evolução positiva das exportações ao longo dos últimos anos, registrando um crescimento sustentável entre 2013 e 2017.

O saldo da balança comercial atingiu cerca de 1.093 milhões de euros em 2017, com uma taxa de cobertura de 126%.

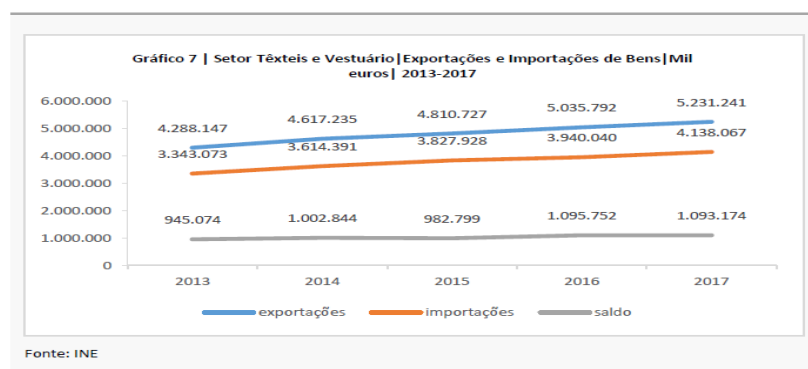


Figura 15 - Exportações e Importações Fonte: ITV

Em 2018, exportava 80% da sua produção de têxteis e vestuário para 189, nos continentes.

Os principais mercados no setor do têxtil de destino das exportações portuguesas de têxteis, em 2017, destacam-se a Espanha, com uma quota de 20,3%, seguida da França com 11,6%, os EUA com 10,7%, a Alemanha, com 8,7% e o Reino Unido, que foi o nosso quinto cliente, representando 6,6% do total das exportações de têxteis.

Principais Clientes Bens 2017 (jan-dez)		
	Posição	% Total Exportações
ES: Espanha	1.ª	20,25%
FR: França	2.ª	11,62%
US: Estados Unidos	3.ª	10,67%
DE: Alemanha	4.ª	8,67%
GB: Reino Unido	5.ª	6,57%

Fonte dos Quadros Clientes / Fornecedores: INE Data atualização dados: 10-07-2018

Figura 16 - Principais Clientes Fonte: ITV

No setor do vestuário, os cinco mais importantes mercados de origem das importações nacionais de têxteis foram Espanha, que representou 20,2% do valor total das importações de têxteis, Itália (13,7%), Índia (9,4%), Alemanha (8,9%) e China (7,0%).

Principais Fornecedores Bens 2017 (jan-dez)		
	Posição	% Total Importações
ES: Espanha	1.ª	20,21%
IT: Itália	2.ª	13,72%
IN: Índia	3.ª	9,35%
DE: Alemanha	4.ª	8,90%
CN: China	5.ª	7,04%

Nota: Dados preliminares de 2017.

Figura 17 - Principais Fornecedores Fonte: ITV

Relativamente ao vestuário, os principais mercados de destino das exportações portuguesas, em 2017, foram Espanha, com uma quota de 42,7%, seguida de França com 13,2%, o Reino Unido com 8,9%, a Alemanha, com 8,7%, e Itália com 4,7% do

total das exportações de vestuário. Estes países representam, no seu conjunto, cerca de 78% das exportações portuguesas de vestuário.

Principais Clientes Bens 2017 (jan-dez)		
	Posição	% Total Exportações
ES: Espanha	1.ª	42,74%
FR: França	2.ª	13,18%
GB: Reino Unido	3.ª	8,91%
DE: Alemanha	4.ª	8,67%
IT: Itália	5.ª	4,67%

Fonte dos Quadros Clientes / Fornecedores: INE Data atualização dados: 10-07-2018

Figura 18 - Principais Clientes Setor Vestuário Fonte: ITV

Por outro lado, os cinco mais importantes mercados de origem das importações nacionais de vestuário foram Espanha, que representou mais de metade do valor total das importações de vestuário, França (9,8%), Itália (9,3%), Alemanha (5,2%) e China (4,4%).

Principais Fornecedores Bens 2017 (jan-dez)		
	Posição	% Total Importações
ES: Espanha	1.ª	55,49%
FR: França	2.ª	9,83%
IT: Itália	3.ª	9,27%
DE: Alemanha	4.ª	5,20%
CN: China	5.ª	4,43%

Nota: Dados preliminares de 2017.

Figura 19 - Principais Fornecedores Setor Vestuário Fonte: ITV

Capítulo 6 – ANÁLISE DE RESULTADOS

6.1 - QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO E HÍPOTHESES

Para explicar o comportamento das empresas do setor têxtil e do vestuário, no que concerne à utilização dos instrumentos financeiros derivados, o estudo tem como objetivo conhecer o grau de conhecimento dos instrumentos financeiros, sendo outro dos objetivos perceber o grau de utilização dos instrumentos financeiros.

Para tal foram formuladas algumas questões de Investigação:

1. A utilização dos produtos derivados justifica-se pelo grau de conhecimento destes produtos?
2. O volume de negócios das empresas explica o uso de instrumentos derivados?
3. O valor do balanço total justifica o uso de produtos derivados?
4. Quais os instrumentos financeiros utilizados?

E para isso, elaborou-se as seguintes hipóteses a validar:

Hipótese 1: As empresas conhecem os instrumentos financeiros.

Hipótese 2: As empresas que utilizam os instrumentos financeiros são consideradas como Grande empresas.

Hipótese 3: Utilizam como instrumentos financeiros, os *forwards*, tanto para a cobertura de risco e para a cobertura de câmbio. Utilizam o instrumento mais recorrente para a cobertura de taxa de juro, o FRA.

Os fatores desta análise, são:

- ⇒ Volume de negócios
- ⇒ Grau de conhecimento dos vários instrumentos (*forwards*, futuros, *swaps*)
- ⇒ Balanço Total
- ⇒ Dimensão da empresa.

6.2 - MÉTODO DE RECOLHA DE DADOS

A população a ter em consideração para este estudo científico são empresas do setor têxtil e vestuário presentes em Portugal. Contudo, é difícil conseguir os dados de toda a população devido ao número de empresas do setor em Portugal.

Posto isto, a escolha da amostra baseou-se em selecionar empresas do mercado português e no Instituto Têxtil e Vestuário.

Como método de recolha de dados irá ser aplicado um questionário, uma vez que é uma ferramenta que permitirá saber de uma forma mais próxima a utilização e o grau de conhecimentos dos instrumentos financeiros.

O questionário foi elaborado com base nos aspetos mais relevantes da revisão de literatura.

O questionário irá ser enviado apenas em formatos online.

Foram enviados em fevereiro de 2020, os primeiros questionários. No entanto, não havendo as respostas suficientes para realizar o estudo, foi enviado novos questionários em abril de 2020.

A primeira pergunta, sobre do CAE (CAE Rev. 3), tem como objetivo perceber se a empresa é legível ou não para o questionário. A segunda questão é para identificarem qual a identidade da empresa. A questão três para identificar o distrito da sede da empresa e com isso a localização geográfica das empresas. As questões quatro, cinco e seis têm como finalidade elucidar qual a dimensão das entidades que responderam, de acordo com o artigo 9º do Decreto-Lei nº 98/2015, de 2 de Junho – Portal das Finanças. A pergunta sete busca, por parte das entidades inquiridas, pretende classificar qual o grau de conhecimento dos instrumentos financeiros. A oitava, nona e décima questões têm como objetivo perceber se as entidades utilizam os instrumentos financeiros. A décima primeira questão procura identificar quais os motivos para a não utilização dos instrumentos financeiros. E a última questão é para as empresas indicarem outros instrumentos financeiros que possam usar.

6.3 - ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados irá ter apenas a componente descritiva, visto que as hipóteses a validar não dependem de correlações entre perguntas e, desta forma, não será necessário utilizar a análise inferencial.

Dos sessenta questionários enviados apenas oito foram respondidos, o que corresponde a 7,5% a amostra, a não obtenção de mais respostas pode-se justificar com a fase de confinamento do COVID-19.

A população estatística são empresas portuguesas do setor têxtil e de vestuário. A amostra são as oito empresas que ao responderam ao questionário.

Hipótese 1: As empresas conhecem os instrumentos financeiros.

Podemos afirmar que esta hipótese é válida, conforme demonstra o gráfico abaixo.

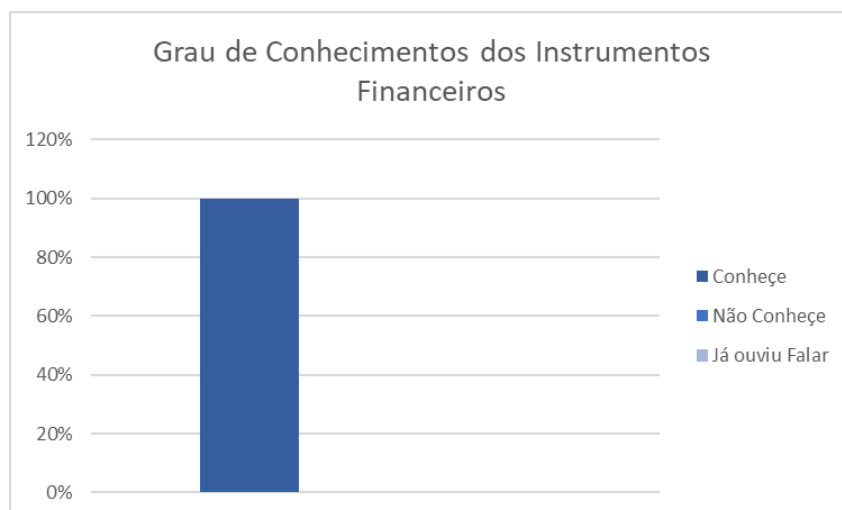


Gráfico 1 – Grau de Conhecimento dos Instrumentos Financeiros Fonte: Elaboração Própria

Todas as empresas inqueridas conhecem os instrumentos financeiros, tais como, *forwards*, futuros financeiros, *swaps*. Significa que as empresas se preocupam em se informar sobre estes assuntos e consideram importante a obtenção de conhecimento, para melhor gestão de risco da sua empresa.

Hipótese 2: As empresas que utilizam os instrumentos financeiros são consideradas como grandes empresas.

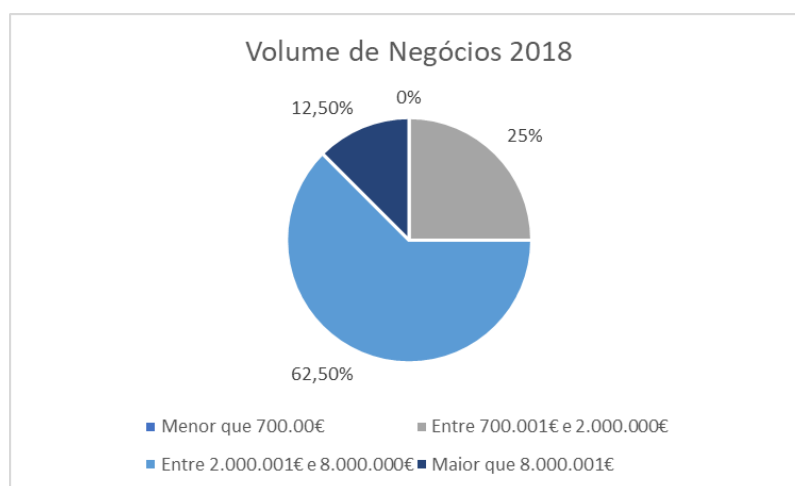


Gráfico 2 – Volume de Negócios 2018 Fonte: Elaboração Própria

Como podemos constatar no mapa apenas uma empresa tem um volume de negócios superior a oito milhões de euros, um total de 12.5% Cinco responderam que o seu volume de negócios se encontra entre dois milhões e um de euros e oito milhões de euros perfazendo 62.50%. E ainda duas empresas em que o volume de negócios fica entre setecentos mil e um e dois milhões de euros, com uma percentagem de 25%.

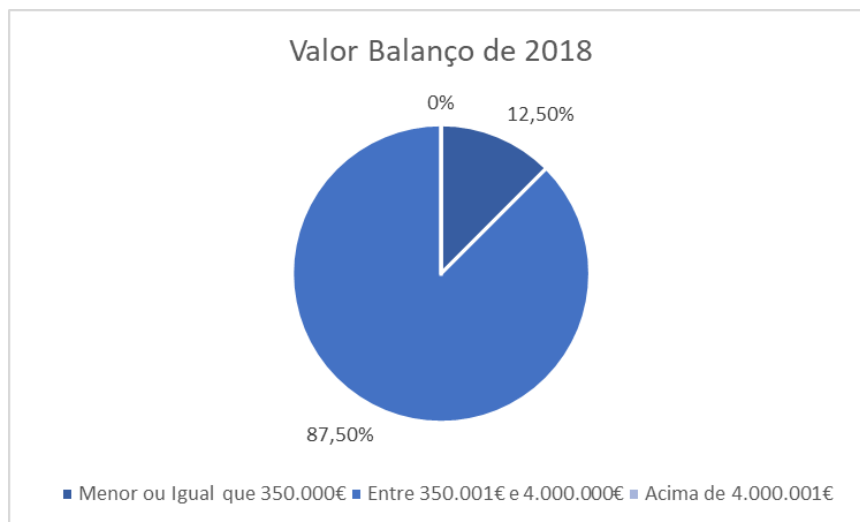


Gráfico 3 – Valor Balanço 2018 Fonte: Elaboração Própria

Nas respostas obtidas apenas 12.50% das empresas têm um total de balanço superior a quatro milhões de euros. Os restantes 87.50% são empresas com um total de balanço entre trezentos e cinquenta e um mil euros e quatro milhões.

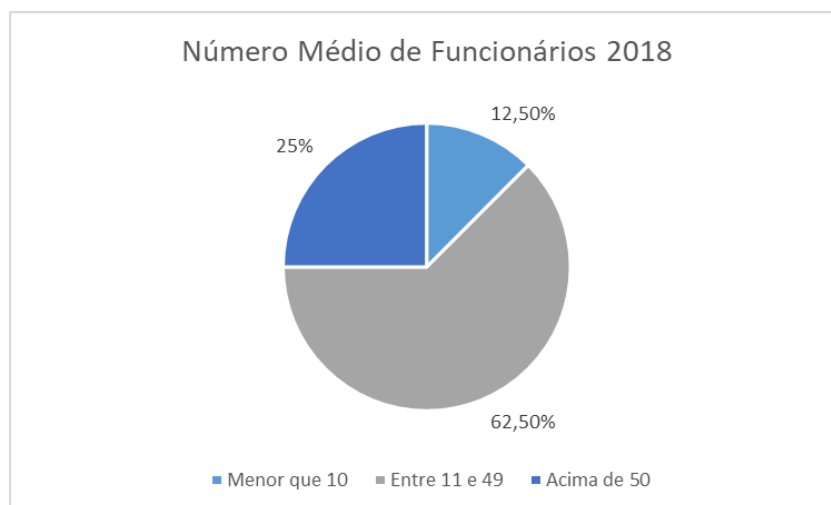


Gráfico 4 - Número Médio de Empregados Fonte: Elaboração Própria

Apenas 12.50% das empresas inquiridas têm menos de 10 colaboradores. As empresas com onze a quarenta e nove colaboradores são as que têm a maior percentagem, mais especificamente de 62.50%. Acima de 50 colaboradores apenas 25% das empresas. O que demonstra que no setor têxtil e vestuário a maioria das empresas tem entre onze a quarenta e nove colaboradores, ao contrário dos dados do setor, em que a maior percentagem são de empresas com menos de dez colaboradores.

De acordo com o artigo 9º do Decreto-Lei nº 98/2015, de 2 de junho, indica o critério para a definição para a dimensão das entidades. Em resumo:

“1 – Consideram-se micro entidades as que (...) não ultrapassem dois dos três limites seguintes:

- a) Total do balanço: 350 000 €;
- b) Volume de negócios líquido: 700 000 €;
- c) Número médio de empregados durante o período: 10.

2 - Consideram-se pequenas entidades as que (...) à data do balanço, não ultrapassem dois dos três limites seguintes:

- a) Total do balanço: 4 000 000 €;
- b) Volume de negócios líquido: 8 000 000 €;
- c) Número médio de empregados durante o período: 50.

3 - Consideram-se médias entidades as que (...) à data do balanço, não ultrapassem dois dos três limites seguintes:

- a) Total do balanço: 20 000 000 €;
- b) Volume de negócios líquido: 40 000 000 €;
- c) Número médio de empregados durante o período: 250.

4 - Grandes entidades são as entidades que, à data do balanço, ultrapassem dois dos três limites referidos no número anterior”.

Com a observação dos gráficos, a maioria das empresas são pequenas empresas, logo podemos concluir que hipótese dois é falsa. O que vai ao encontro com os dados do setor que é na sua maioria composto por micro entidades e pequenas empresas. Mas não podemos afirmar que na população estatística a tendência seja esta, o resultado a esta hipótese é falso, devido ao facto de as empresas que nos responderam em maior número fossem micro e pequenas entidades e apenas uma fosse grande, o que pode não corresponder à realidade.

Hipótese 3: Utilizam como instrumentos financeiros, os *forwards*, tanto para a cobertura de risco e para a cobertura de câmbio.

Podemos concluir que a hipótese três é verdadeira. As respostas obtidas revelam que 100% das empresas utilizam o FRA, não usando o futuro de taxa de juro e/ou *swap* taxa de juro. Para a cobertura de taxa de câmbio, 100% das empresas utilizam *forwards* cambiais. Face ao risco inerente à atividade das empresas, parece que existe uma tendência na utilização do *forward* cambial para tentar minimizar o risco face ao câmbio, talvez pelo facto de muitas das encomendas/compras de material para a confeção e a própria confeção seja realizada noutros países, nomeadamente China. Sendo que o *forward* é negociado em mercado de balcão e com maior risco para o investidor, pois não garantem liquidez de negociação e não estão sujeitos a certas normas.

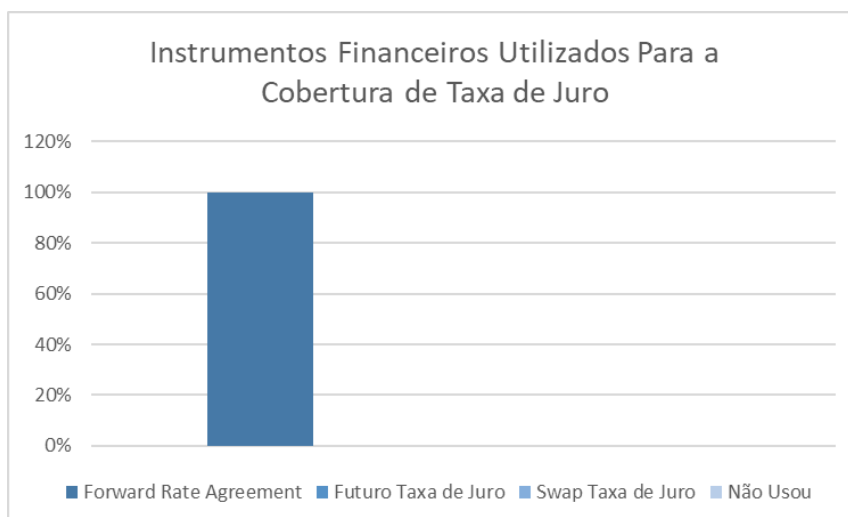


Gráfico 5 – Instrumentos Financeiros Usados para a Cobertura de Taxa de Juro Fonte: Elaboração Própria

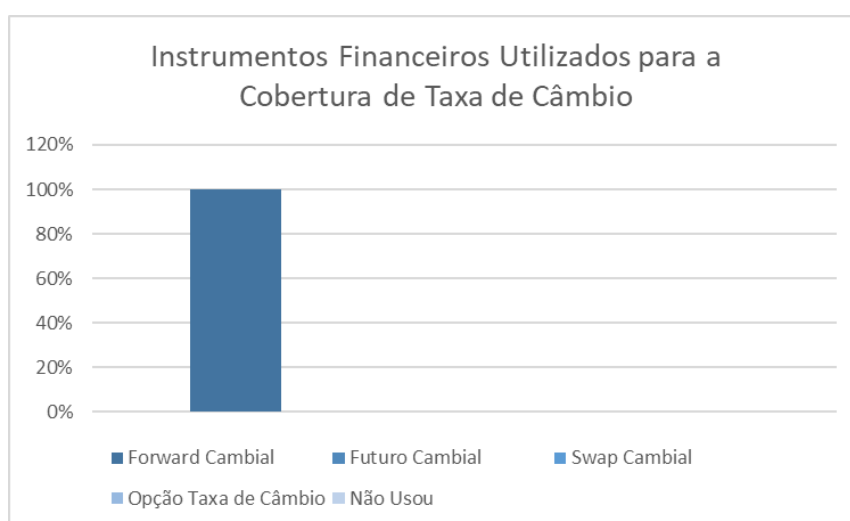


Gráfico 6 – Instrumentos Financeiro usados para Cobertura de Taxa de Câmbio Fonte: Elaboração Própria

CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho é avaliar as empresas do setor têxtil e vestuário nomeadamente no que respeita à utilização de instrumentos financeiros derivados como um método de gestão de risco e perceber qual o grau de conhecimento dos instrumentos financeiros e a sua utilização por estas empresas.

Conforme salientado ao longo do texto, o conceito de risco não é consensual para os autores que o definem e, por outro lado, as empresas não estão todas expostas da mesma forma face aos vários riscos. Logo, para uma gestão de risco eficaz, é necessário adotar metodologias e procedimentos para controlar o risco e alcançar os objetivos. A existência de risco é a razão que subjaz ao aparecimento dos instrumentos derivados.

De acordo com Damoradam (2006) existem quatro categorias de risco são elas, risco de mercado versus risco específico da empresa, risco operacional versus risco financeiro, risco contínuo versus risco eventual e riscos catastróficos versus pequenos riscos. Já para Stulz (2000), existem apenas o risco sistemático e o risco idiossincrático. Suarez (1977), por outro lado, defende que o risco pode ser risco económico ou financeiro. Sendo que o risco financeiro se subdivide em risco de liquidez, risco de crédito e risco de mercado.

O risco de mercado, associado às oscilações das taxas de juro, taxas de câmbio, cotações bolsistas, inflação e risco de crédito pode ser coberto com derivados financeiros. Por outro lado, os derivados permitem a execução de estratégias de arbitragem e especulação tirando partido das imperfeições e volatilidade do mercado. Existindo sempre risco para os investidores em derivados, seja em comprar e/ou a vender.

Os instrumentos financeiros também designados produtos derivados estudados são os *forwards*, futuros e *swaps* sendo todos eles um contrato estabelecido entre partes, com condições associadas seja ao pagamento ou a outras ações que serão realizadas no futuro, mas que são definidas previamente.

O setor da indústria do setor têxtil e vestuário é dos mais antigos no nosso país e apesar disso, o tecido empresarial é composto na sua maioria por micro e pequenas entidades. É também dos setores mais importantes para a economia nacional, devido à criação de emprego e de riqueza.

Para atingir o principal objetivo deste estudo, que passa por perceber qual o grau de conhecimento dos instrumentos financeiros e a sua utilização, foi elaborado um questionário a empresas de setor têxtil e vestuário.

Infelizmente, a amostra acabou por se revelar muito reduzida (apenas 8 das 60 empresas questionadas responderam), talvez pelos tempos anormais que vivemos desde fevereiro de 2020.

Não obstante, podemos verificar e concluir que as empresas questionadas possuem conhecimento destes instrumentos financeiros. Devido à amostra bastante reduzida observamos que a maior parte das empresas que utiliza os instrumentos financeiros não são as grandes empresas (utilizando como critério a análise do volume de negócios, número de colaboradores e total do balanço) De salientar que, não podemos com este estudo concluir que existe uma maior tendência de uso por parte de pequenas médias empresas do que por Grandes empresas .

Ao verificar quais os instrumentos financeiros utilizados podemos concluir que as entidades usam preferencialmente os *forwards*, tanto para a cobertura de taxa de juro como para a cobertura de taxa de câmbio. Neste caso são derivados de mercado de balcão, onde os intervenientes trocam ativos que não estão listados em bolsa, comprando diretamente ao corretor, que desempenha o papel de contraparte. Funcionando assim fora dos mercados regulados, mas tem supervisão da CMVM.

O objetivo principal foi atingido, visto que se percebeu que as empresas conhecem e utilizam os instrumentos financeiros para a cobertura de risco de taxa juro e de taxa de câmbio.

No entanto, em termos de perspetivas futuras, seria relevante avaliar se para uma amostra mais significativa do setor do têxtil e vestuário se verifica também esta utilização de instrumentos financeiros para fazer face ao risco, e quais as tipologias desses instrumentos são utilizados, nomeadamente, *forwards*, *swaps*, futuros ou outros. Seria também importante compreender quais os motivos que levam as empresas a optarem por um derivado em específico.

Seria também relevante analisar quais as motivações para as empresas que não utilizam os instrumentos financeiros derivados, nomeadamente se essa não utilização se prende

com receios e/ou dúvidas sobre o funcionamento destes instrumentos, ou ainda com o seu custo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bernstein, Peter L. 1996 - Against the gods: the remarkable story of risk. New York: John Wiley and Sons.

Peixoto, J. P., 1995. Futuros e Opções. Lisboa: Mc Graw Hill de Portugal, Lda. pp. 7-263.

Peixoto, J. P., 1999. Funcionamento das Bolsas de Derivados. Lisboa: Mc Graw Hill de Portugal, Lda. pp. 3-207.

Sá Silva, E., Queirós, M., Mota, M. & Pereira, A., 2013. Finanças e Gestão de Riscos Internacionais. Porto: Vida Económica. pp. 75-82; 175-301.

Samuelson, P. A. & Nordhaus, W. D., 2012. Economia. 19ª Lisboa: Mc Graw-Hill; bookman. p. 26.

Caiado, A. C. & Caiado, J., 2008. Gestão de Instituições Financeiras. 2ª ed. Lisboa: Edições Sílabo. pp. 255-299.

Jacquillat, B. & Solnik, B., 1991. Mercados Financeiros. Porto: Economia e Gestão. Rés Editora, LDA. pp. 305-325.

Damodaran, Aswath. “Corporate Finance: Theory and Practice”. USA: Jhon Wiley & Sons, Inc., 1997.

Pinho, Carlos; Valente, Ricardo; Madaleno, Mara & Vieira, Elisabete. “Risco Financeiro: Medida e Gestão”. 1ª Ed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.,2011.

Durban, S., 1989. La Empresa ant el Risco, Madrid: edit Ibérico - Europea de Editones.

Fernández, P., 1996. Opciones, Futures e Instrumentos Derivados. Barcelona: Deusto, S.A.

Mota, A. & Custódio, C., 2012. Finanças da Empresa - Os novos horizontes e dimensões da gestão financeira empresarial. 7ª ed. Lisboa: Booknomics. pp. 260-294.

Sousa, M. J., & Baptista, C. S. (2011). Como Fazer Investigação, Dissertações, Teses e Relatórios. Lisboa: Pactor.

Tuckman, B. (2000). Manual de Investigação em Educação. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.

Fortin, M. F. Fundamentos e etapas do processo de investigação. Lisboa: Lusodidacta, 2009

Porfírio, J. A. (2003). Gestão Financeira Internacional. Lisboa: Rei dos Livros.

Stulz, R. M. (1984). Optimal Hedging Policies. Em Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.19 (pp. 127-140). Cambridge: Cambridge University Press.

Stulz, R., & Smith, C. (1985). The Determinants of Firms' Hedging Policies. Em Journal of Financial and Quantitative Analysis 20 (pp. 391-405). Cambridge: Cambridge University Press.

Banco de Portugal. (2020). Glossário de termos relativos a Instrumentos Financeiros. [Consultado a 20 Novembro de 2019]. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Guia-sobre-Produtos-Financeiros-Complexos.aspx>

Jorion, Philippe (1996). "Risco: medindo o risco em valor em risco". Financial Analysts Journal, vol. 52, n.º 6 (Novembro-dezembro), pp. 47-56.

Código dos Valores Mobiliários; Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, republicado pela Lei n.º 35/2018, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 69/2019, de 28 de agosto e pelo Decreto-Lei n.º 144/2019, de 23 de setembro.

Decreto-lei n.º 98/2015, de 2 de Junho – Portal das Finanças

Quivy, R. & Campenhoudt, L. (1998). Manual de Investigação em Ciências Sociais. Lisboa: Gradiva.

Moreira, C. (2007). Teorias e Práticas de Investigação. Lisboa: Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas.

Knight, F. H. (1921). Risk, Uncertainty, and Profit. Washington DC: BeardBooks.

ISGB. (2005). Introdução aos Mercados Financeiros. Lisboa: IFB.

Suárez Suárez, A. S., 1977. Decisiones Óptimas de inversión y financiación. Madrid: Ed. Pirámide.

Sebastião, H., 1998. Os Contratos de Futuros sobre Índices Accionistas. Porto: Bolsa de Derivados do Porto.

Pina, C. C., 2005. Instituições e Mercados Financeiros. Coimbra: Almedina. pp. 447-548.

Hull, John C., 1996. Introduction to futures and options markets. Second Edition. Toronto: Prentice Hall International Editions, pp. 1-15.

Ferreira, D., 2011. Swaps e outros Derivados. Lisboa: Rei Dos Livros.

Bráz, A., Martins, E., Oliveira, L. & Venes, N., 2000. Os Instrumentos Derivados - Simulação de um Mercado de Futuros de Produtos Agrícolas para Portugal, Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.

Brie, B., 1993. Notation: principes et application. R. d. financier nº 92, pp. 4-14.

Saunders, A., Cornett, M. & McGraw. (2006). Financial institutions management: A risk management approach, The Journal of Finance. Vol. 51

Neves, D.P. (2010). Crise financeira internacional – impactos e desafios, Banco de Portugal. Eurosistemas de 19 de Maio de 2010 [Consultado a 15 Novembro de 2019]. Disponível em <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/interv20100519.pdf>

Teller, Juliane; KOCK, Alexander - An empirical investigation on how portfolio risk management influences project portfolio success. International Journal of Project Management. Vol. 31 (2013), 817-829

Ferreira, D. (2010). Futuros e Outros Derivados. 2ª Edição, Edições Sílabo

Ferreira, D. (2011). Swaps e outros Derivados. 1ª Edição, Edição Letras e Conceitos

Antunes, J. (2014). Os Instrumentos Financeiros, Coimbra, 2ª Edição, Editora Almedina.

FERMA (Federation of European Risk Management Associations), (2003). “Norma de Gestão de Risco”. [Consultado a 15 abril de 2020]. Disponível em <https://www.ferma.eu/app/uploads/2011/11/a-risk-management-standard-portuguese-version.pdf>

Abreu, M. [et al.] (2012). Economia Monetária e Financeira. 2ª ed. Lisboa: Escolar Editora.

Ehrhardt, Michael C.; Brigham Eugene F. - Financial Management: Theory and Practice. 13.^a ed. USA: South- Western Cengage Learning, 2011.

Grou of ten (2001). “Report on Consolidation in the Financial Sector“. Bank for settlements for International Settlements (BIS).

Seabra, J. M. Z. (2013). A Gestão do Risco Financeiro. Dissertação de Mestrado em Gestão da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. [Consultado a 15 Janeiro de 2020]. Disponível em <https://estudogeral.sib.uc.pt/handle/10316/21560>.

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.

Fortin, M.-F., Côté, J., & Filion, F. (2009). Fundamentos e etapas do processo de investigação. Lusodidacta.

Pardal, L., & Lopes, E. (2011). Métodos e Técnicas de Investigação Social. Areal.

Amran, A., Bin., A.M.R. & Hassan, B.C.H. M., (2009). Risk Reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, N° 1.

Pires, C. (2011). Mercados e Investimentos financeiros. 3^a edição. Lisboa: Escolar Editora.

Hull, J. C. (2012). *Options, Futures and Other Derivates* (8th ed.). New Jersey: Prentice Hall.

Bastardo, C. (2011). *Gestão de Activos Financeiros - Back to Basis*. Lisboa: Escolar Editora.

Silva et.al (2012). *Portugal, a Europa e a Crise Económica e Financeira Internacional*. Coimbra: Edições Almedina, S.A.

COSO, Committee of Sponsoring Organizations (2009). *Strengthening Enterprise Risk Management for Strategic Advantage*

Gillot, Patrick e Daniel Pion (1993) *Le Nouveau Cambisme*, Edit. ESKA, Paris.

Weber, J. & Liekweg, A., 2000. Statutory Regulation of the Risk-Management. Springer, Germany: Frenkel Michael, Hommel Ulrich and Rudolf Markus (Eds): Risk Management.

Thornill, E., 1990. Risk management for financial institutions. Illinois: Bankers Publishing company.

Porthin, Markus, 2004. Advanced Case Studies in Risk Management. Department of Engineering Physics and Mathematics, Helsinki University of Technology, August 2nd. Dissertação de Mestrado.

Kerlinger, F. (1980). Metodologia de Pesquisa em Ciências Sociais. S. Paulo: EPU.

Ran, L. C. & Vilalta, M. F., 1992. Nuevos Instrumentos Financieros En La Estrategia Empresarial. Espanha: ESIC. pp. 17-182.

Debeauvais, M. & Sinnah, S., 1992. La Gestion Globale du Risque de Change, Paris: Ed. Económica.

Figueiredo, R. P. de, 2001. Gestão de riscos operacionais em instituições financeiras - Uma abordagem qualitativa. Universidade da Amazônia – UNAMA, Belém: Pará Brasil. Dissertação de Mestrado [Consultado a 20 janeiro de 2020]. Disponível em: www.risktech.com/PDFs/Gestao%20de%20Riscos%20Operacionais%20em%20Instituicoes%20Financeiras.pdf/

Matias, F., 2012. Impacto da gestão do risco nas instituições financeiras – O caso da banca portuguesa. Instituto Politécnico de Setúbal: Escola Superior de ciências empresariais. Dissertação de Mestrado. [Consultado a 20 janeiro de 2020].Disponível em:

<https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/3995/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Impacto%20da%20gest%C3%A3o%20do%20risco%20nas%20instui%C3%A7%C3%B5es%20finaceiras..pdf>

DGAE, (2018). Sinopse Indústria Têxtil e Vestuário. [Consultado em 25 maio de 2020]. Disponível em: <https://www.dgae.gov.pt/>

ANEXO I – DADOS DO SETOR

Caracterização do tecido empresarial	Unidade	2012	2013	2014	2015	2016	Tx Var. % (2016/2015)
Empresas							
Total Subsetor Têxteis	N.º	3 394 ↑	3 436 ↓	3 383 ↑	3 480 ↑	3 517	1%
Total Subsetor Vestuário	N.º	8 510 ↓	8 481 ↑	8 492 ↑	8 594 ↑	8 710	1%
Total Indústrias de Têxteis e Vestuário	N.º	11 904 ↑	11 917 ↓	11 875 ↑	12 074 ↑	12 227	1%
% Total Ind. Trans.		17,64	17,94	17,94	18,09	18,26	
% Total Portugal		1,12	1,08	1,05	1,04	1,02	
Pessoal ao serviço							
Total Subsetor Têxteis	N.º	40 328 ↑	40 707 ↑	41 629 ↑	42 664 ↑	44 837	5%
Total Subsetor Vestuário	N.º	84 001 ↓	83 440 ↑	86 785 ↑	88 849 ↑	90 684	2%
Total Indústrias de Têxteis e Vestuário	N.º	124 329 ↓	124 147 ↑	128 414 ↑	131 513 ↑	135 521	3%
% Total Ind. Trans.		19,19	19,48	19,74	19,63	19,74	
% Total Portugal		3,65	3,68	3,72	3,67	3,66	

Figura 20 – Número de Empresas e Pessoal ao Serviço Fonte: ITV

Volume de Negócios							
Total Subsetor Têxteis	Milhares €	2 864 429 ↑	3 141 493 ↑	3 240 456 ↑	3 393 288 ↑	3 543 851	4%
Total Subsetor Vestuário	Milhares €	2 973 286 ↑	3 154 345 ↑	3 471 634 ↑	3 548 468 ↑	3 818 595	8%
Total Indústrias de Têxteis e Vestuário	Milhares €	5 837 715 ↑	6 295 838 ↑	6 712 091 ↑	6 941 755 ↑	7 362 447	6%
% Total Ind. Trans.		7,41	7,93	8,33	8,46	8,97	
% Total Portugal		1,82	1,98	2,08	2,09	2,16	
Valor Acrescentado Bruto VAB							
Total Subsetor Têxteis	Milhares €	705 063 ↑	786 031 ↑	870 405 ↑	935 457 ↑	1 028 298	10%
Total Subsetor Vestuário	Milhares €	946 544 ↑	1 006 051 ↑	1 117 016 ↑	1 146 321 ↑	1 231 706	7%
Total Indústrias de Têxteis e Vestuário	Milhares €	1 651 607 ↑	1 792 082 ↑	1 987 421 ↑	2 081 778 ↑	2 260 003	9%
% Total Ind. Trans.		10,12	10,71	11,40	10,82	11,21	
% Total Portugal		2,26	2,45	2,61	2,58	2,65	

Figura 21 – Volume de Negócios e VAB Fonte: ITV

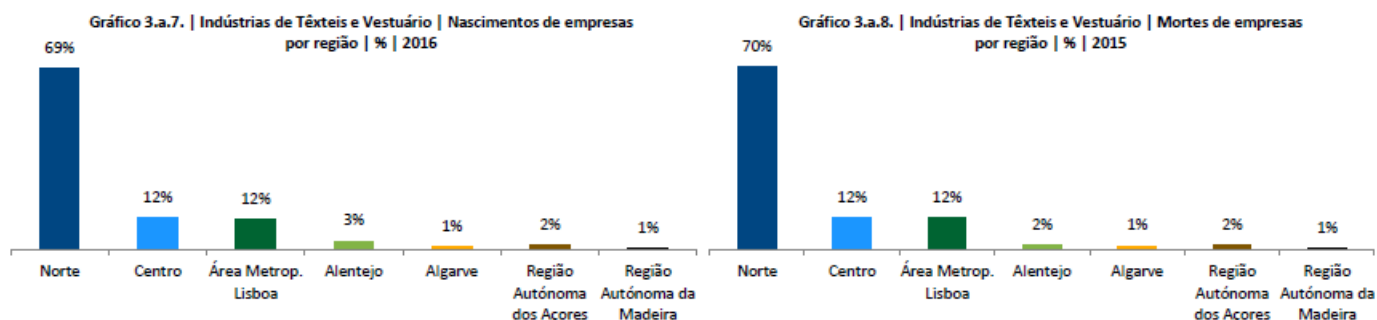


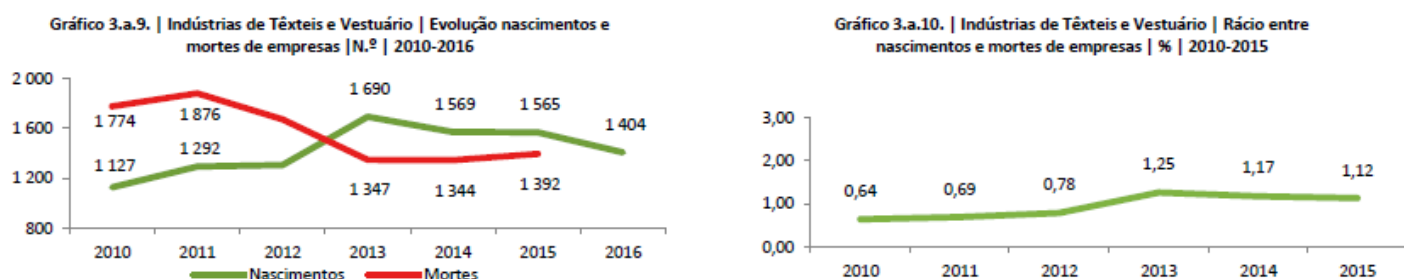
Figura 22 – Nascimento de Empresas e Mortes de Empresas Fonte: ITV

Tabela 4 – Empresas nacionais de Têxtil e Vestuário, por Volume de Negócios, 2018

Empresas	Subsetor	N.º Empregados	Volume de Negócios (milhões €)
Cotese – Companhia de Têxteis Sintéticos, SA	Têxtil	524	81,1
Polopique – Comércio e Indústria de Confeções, SA	Vestuário	211	70,3
Riopele - Têxteis, SA	Têxtil	883	70,2
Petratex - Confeções, SA	Vestuário	577	64,1
Vieira & Marques, Lda.	Vestuário	233	61,8
Confetil, SA	Vestuário	287	61,8
Cordex – Companhia Industrial Têxtil, SA	Têxtil	340	61,4
Lameirinho – Indústria Têxtil, SA	Têxtil	697	58,0
FSM – Indústria de Confeções, SA	Vestuário	174	56,0
Ramiro & Carvalho, Lda	Vestuário	78	54,1
Copo Têxtil Portugal, SA	Têxtil	243	48,3
Têxteis J.F. Almeida, SA	Têxtil	574	41,7

Fonte: 1000 Maiores, Ed. Especial Expresso, 2018, análise DGAE

Figura 23 – Maiores Empresas Nacionais de Têxtil e Vestuário Fonte: ITV



Nota: Gráficos [3.a.8.] e [3.a.10.] : Dados provisórios relativos ao indicador de mortes de empresas em 2015.

Figura 24 - Evolução de Nascimentos e de Mortes Fonte: ITV

ANEXO II – QUESTIONÁRIO

Aplicação de Instrumentos Derivados


O meu nome é Ana Isabel Francisco e estou atualmente a tirar o mestrado em Gestão Financeira no Instituto Superior de Gestão. O presente questionário realiza-se no âmbito da Dissertação de Mestrado, cujo o tema é "Aplicação de Instrumentos Financeiros no Sector Textéis"

Venho desta forma solicitar a vossa participação neste questionário para que se perceba o grau de conhecimento e aplicabilidade dos instrumentos financeiros.

Este questionário destina-se unicamente a fins académicos mantendo-se a confidencialidade e o anonimato do inquirido.


Obrigado pela disponibilidade, a sua resposta é importante!

Indique o CAE da Empresa

 Escreva uma ou algumas palavras

50 caracteres restantes

Indique o Nome da Empresa

 Escreva uma frase

250 caracteres restantes

Indique qual o distrito da sede da Empresa

 Escreva uma frase

250 caracteres restantes

Indique o volume de negócios da sua empresa no ano de 2018

- menor que 700.000€
- entre 700.001€ e 2.000.000€
- entre 2.000.001€ a 8.000.000€
- maior que 8.000.001€

Indique o valor total de balanço de 2018

- menor ou igual que 350.000€
- entre 350.001 e 4.000.000€
- acima de 4.000.001€

Indique o número médio de funcionários na sua empresa:

- Menor que 10
- entre 11 e 49
- Acima de 50

Classifique o seu grau de conhecimento relativamente aos seguintes instrumentos financeiros:

	Não Conhece	Já Ouviu Falar	Conhece
Forwards	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Futuros Financeiros	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Swaps	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Opções	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Já recorreu a instrumentos de cobertura de risco?

- sim
- não

Que instrumentos utilizou para a cobertura de taxa de câmbio?

- Forward Cambial
- Futuro Cambial
- Swap Cambial
- Opção sobre Taxa de Câmbio
- Não usou

Quais os instrumentos financeiros utilizou para a cobertura taxa de Juro?

- Forward Rate Agreement
 - Futuro Taxa de Juro
 - Swap Taxa de juro
 - Não usou
 - Outro
 - Caso tenha respondido outro. Especifique:
- Escreva sua resposta

100 caracteres restantes

Se nunca utilizou, indique o motivo:

- Custos superam os benefícios;
 - Exposição insuficiente face ao risco;
 - Pouca informação acerca destes instrumentos financeiros;
 - Preocupação com a repercussão da utilização destes tipo de instrumentos;
 - Utiliza outros instrumentos financeiros.
 - Outro, especifique:
- Escreva sua resposta

100 caracteres restantes

Se utilizou outros instrumentos financeiros, enuncie quais:

Escreva uma frase

250 caracteres restantes

ENVIAR INQUÉRITO >