



CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

ESCOLA SUPERIOR
POLITÉCNICO SETÚBAL

RITA MARQUÊS
DE MENDONÇA
BUSCA

"GESTÃO CAMBIAL NA EXPORTAÇÃO PECUÁRIA"

Relatório de Dissertação de investigação do
Mestrado em Contabilidade e Finanças

ORIENTADOR

Professor Coordenador, Nuno Miguel Delicado
Teixeira

Outubro, 2024

RITA MARQUÊS
DE MENDONÇA
BUSCA

**"GESTÃO CAMBIAL NA
EXPORTAÇÃO PECUÁRIA"**

JÚRI

Presidente: (Grau, Nome, Instituição)

Orientador: Professor Doutor, Nuno Miguel Delicado Teixeira

Vogal: (Grau, Nome, Instituição)

Vogal: (Grau, Nome, Instituição)

(Fonte Arial, regular, corpo 11)

Outubro, 2024

(Fonte Arial, regular, corpo 10)

Agradecimentos

Ao concluir esta etapa tão importante da minha vida, não posso deixar de expressar a minha profunda gratidão a todos aqueles que, de uma forma ou de outra, contribuíram para que esta jornada fosse possível.

Às minhas filhas, pela compreensão e paciência diante das vezes em que estive ausente das suas brincadeiras. São a minha maior motivação e a razão pela qual persisto em sempre querer o melhor.

Ao meu marido, pelo apoio incondicional, pela força nos momentos mais difíceis e por acreditar em mim mesmo quando duvidei de mim própria. A tua presença e encorajamento foram essenciais.

Aos meus pais e aos meus padrinhos, que são pilares fundamentais na minha vida. Obrigada por todo o amor, os conselhos e o suporte ao longo deste percurso.

Ao meu irmão, pelo apoio constante e pela ajuda tão valiosa, sempre disponível para me orientar e estar presente nos momentos em que mais precisei.

À restante família, por todo o carinho e força transmitidos. A vossa presença fez toda a diferença.

E, por último, mas não menos importante, aos professores e colegas que compartilharam esta caminhada académica comigo. Obrigada por cada ensinamento, troca de ideias, momentos de trabalho conjunto e amizade. Vocês acrescentaram não só conhecimentos, mas também experiências e memórias que levarei comigo para sempre.

A todos, o meu mais sincero agradecimento.

RESUMO

No domínio do comércio internacional, o sector de exportação pecuária desempenha um papel fundamental. Este estudo embarca numa exploração rigorosa das consequências de longo alcance das flutuações da taxa de câmbio, considerando o seu impacto na estabilidade financeira e no posicionamento competitivo das empresas exportadoras. O principal objetivo é realizar uma investigação abrangente sobre o papel fundamental da gestão do risco cambial e oportunidades específicas enfrentadas pelos exportadores e analisar de perto a implementação prática e a eficácia das estratégias de cobertura nos mercados spot e *forward*. Esta investigação vai além dos limites tradicionais da gestão do risco cambial e investiga os meandros das estratégias de cobertura financeira em moeda estrangeira (ME). Essas estratégias são categorizadas com base no tipo de exposição (curto ou longo prazo) e no tipo de instrumento financeiro utilizado (*forwards*, opções, *swaps* e dívida em moeda estrangeira). Tem como objetivo contribuir significativamente para a nossa compreensão da relação simbiótica entre a gestão cambial e as atividades de exportação, reconhecendo as nuances da cobertura financeira no sector de exportação pecuária. Para realizar esta investigação, será utilizada uma gama diversificada de abordagens metodológicas para abordar e aprofundar duas questões centrais: (i) Como é que a cobertura cambial impacta o desempenho financeiro e a exposição ao risco na exportação pecuária? (ii) Quais são as principais estratégias para integrar uma gestão eficaz do risco cambial nas decisões de expansão da pecuária? Em resposta a estas questões verifica-se que existem riscos relevantes, como risco do país, risco cambial e risco de crédito para a empresa estudada. A análise revelou que algumas estratégias, tais como, diversificação de mercados, inclusão de cláusulas contratuais que ajustem preços, diminuição dos prazos de recebimento, negociação de moedas locais para atrair novos clientes e utilização de CAPs podem ser fundamentais na implementação de um modelo integrado.

Palavras-chave: Gestão Cambial; Exportação Pecuária; Estratégias de Cobertura Financeira

JEL Classificação: C58; F36; G01; G15

ABSTRACT

In the field of international trade, the livestock export sector plays a key role. This study embarks on a rigorous exploration of the far-reaching consequences of exchange rate fluctuations, considering their impact on the financial stability and competitive positioning of exporting companies. The main objective is to conduct a comprehensive investigation into the fundamental role of exchange rate risk management and specific opportunities faced by exporters, and to closely analyze the practical implementation and effectiveness of hedging strategies in the spot and forward markets. This research goes beyond the traditional boundaries of foreign exchange risk management and investigates the intricacies of financial hedging strategies in foreign currency (FC). These strategies are categorized based on the type of exposure (short or long term) and the type of financial instrument used (forwards, options, swaps and foreign currency debt). It aims to contribute significantly to our understanding of the symbiotic relationship between exchange rate management and export activities by recognizing the nuances of financial hedging in the livestock export sector. To carry out this research, a diverse range of methodological approaches will be used to address and deepen two central questions: (i) How does currency hedging impact financial performance and risk exposure in livestock exports? (ii) What are the main strategies for integrating effective currency risk management into livestock expansion decisions? In response to these questions, it can be seen that there are relevant risks, such as country risk, exchange rate risk and credit risk for the company studied. The analysis revealed that some strategies, such as diversifying markets, including contractual clauses that adjust prices, shortening receipt periods, negotiating local currencies to attract new clients and using CAPs, could be fundamental in implementing an integrated model.

Keywords: Foreign Exchange Management; Livestock Exports, Financial Hedging Strategies

JEL Classification: C58; F36; G01; G15

Lista de Abreviatura.....	V
Introdução.....	1
Capítulo I: REVISÃO DE LITERATURA.....	2
1.1. Comércio Internacional	2
1.1.1 Estratégias de Internacionalização.....	3
1.1.2 Formas de Internacionalização	6
1.1.2.1 Exportação.....	6
1.1.2.2 Modos Contratuais	8
1.1.2.3 Investimento Direto Estrangeiro	10
1.2 Riscos no Comércio Internacional	12
1.2.1 Conceito de Risco	12
1.2.2 Tipos de Risco no Comércio Internacional	13
1.2.2.1 Risco País	13
1.2.2.2 Risco de Crédito.....	14
1.2.2.3 Risco da Taxa de Juro.....	15
1.2.2.4 Risco da Taxa de Câmbio	17
1.3 Gestão do Risco no Comércio Internacional	19
1.3.1 Técnicas de Pagamento e Fontes de Financiamento no Comércio Internacional.....	20
1.3.2 Técnicas de Gestão do Risco Cambial	23
1.3.2.1 Técnicas Internas de Cobertura do Risco Cambial	23
1.3.2.2 Técnicas Externas de Cobertura do Risco Cambial.....	26
1.3.3 Técnicas de Cobertura do Risco da Taxa de Juro	31
Capítulo II: ESTUDO DE CASO	33
2.1 Objetivos e Metodologia.....	33
2.2 Empresa Estudada	35
2.2.1 Caracterização da Empresa e da sua Evolução Económica e Financeira Recente	35
2.2.2 Apresentação da sua Atividade Internacional com especial enfoque na Exportação Pecuária	37
2.2.3 Identificação dos Principais Riscos do Comércio Internacional a que a Empresa está sujeita.....	41
2.2.4 Definição de uma Proposta de Modelo para a Gestão do Risco no Comércio Internacional	43
Capítulo III: Conclusões	45
Referências Bibliográficas	- 47 -

Índice de Figuras

Figura 1: Evolução da Empresa	36
-------------------------------------	----

Índice de de Quadros

Quadro 1: Histórico de Exporta.....	39
Quadro 2: Comércio Internacional de Bens: Exportações por País	40
Quadro 3: Comércio Internacional de Bens: Exportações por Secção	40
Quadro 4: Comércio Internacional de Bens: Saldo da Balança Comercial por Secção.....	40

Lista de Abreviatura

B2C – *Business to Consumer*

B2B – *Business to Business*

C2C – *Consumer to Consumer*

P2P – *Peer to Peer*

B2E – *Business to Employee*

G2B – *Government to Business*

C2G – *Citizen to Government*

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

SFI – Sistema Financeiro Internacional

FRA – *Forward Rate Agreements*

VAR – *Value at Risk*

Introdução

O sector de exportação pecuária tem uma grande importância no domínio do comércio global, servindo como eixo da atividade económica, especialmente nos países em desenvolvimento, onde proporciona meios de subsistência a milhões de pessoas. Ao produzir rendimentos substanciais para os agricultores, comerciantes e indústrias relacionadas, reduz significativamente a pobreza e promove o desenvolvimento económico global (Enahoro et al., 2021).

No complexo domínio dos negócios globais, as empresas que operam à escala internacional devem lidar habilmente com múltiplas moedas e receber frequentemente pagamentos pelos seus produtos em denominações estrangeiras. O seu objetivo principal é harmonizar as suas receitas em moeda estrangeira provenientes das vendas internacionais com os seus gastos em moeda estrangeira para bens importados. Conseguir alcançar este equilíbrio é crucial para a gestão eficiente dos riscos cambiais e para a manutenção de operações financeiras estáveis.

Neste sentido, num mundo globalizado, a taxa de câmbio está relacionada com a chamada exposição das empresas às transações. Quando as empresas negociam internacionalmente com contratos em moedas estrangeiras, enfrentam riscos cambiais ao converter receitas e custos futuros para a sua moeda nacional no momento da liquidação. Uma maior exposição às flutuações da taxa de câmbio conduz frequentemente a uma gestão mais robusta do risco financeiro. No entanto, se uma empresa exporta e importa, a sua posição líquida em moeda estrangeira e a exposição efetiva diminuem, reduzindo a motivação para cobertura (Glaum, 2005).

Segundo os autores Clark e Judge (2009), a literatura existente tem-se centrado principalmente na utilização de derivados cambiais, sem distinguir entre vários instrumentos e as suas aplicações específicas. Além disso, pouca atenção tem sido dada a estratégias financeiras alternativas.

A escolha da empresa Sociedade Agro-Pecuária Herdade do Gavião e Anexas SA, empresa especializada na indústria pecuária com destaque para a produção e engorda de bovinos e ovinos para o mercado nacional e internacional, deve-se ao facto de a mesma estar exposta a riscos internacionais.

O presente trabalho divide-se em duas partes. A primeira parte inclui uma revisão da literatura que incide sobre o tema de estudo, nomeadamente o comércio internacional, os tipos de risco do comércio internacional, com particular destaque no risco cambial, e as várias

técnicas de cobertura de risco para os riscos mais prevalentes nas operações comerciais internacionais.

Na segunda parte, é apresentado o estudo empírico, sendo caracterizada a evolução recente da empresa e da sua atividade internacional. O trabalho termina com a resposta e propostas de modelos de cobertura relativamente às seguintes questões colocadas: (i) Como é que a cobertura cambial impacta o desempenho financeiro e a exposição ao risco na exportação pecuária? (ii) Quais são as principais estratégias para integrar uma gestão eficaz do risco cambial nas decisões de expansão da pecuária?

Capítulo I: REVISÃO DE LITERATURA

1.1. Comércio Internacional

Com a contínua liberalização do comércio global, muitas empresas respondem ao aumento da competição e às ameaças à sua sobrevivência através da expansão para mercados internacionais. Assim, a entrada em mercados estrangeiros tornou-se uma estratégia fundamental de crescimento para as organizações (Hitt et al., 2016).

A internacionalização de uma empresa consiste na expansão das suas estratégias relacionadas a produtos, mercados e integração vertical para outros territórios, implicando a replicação, seja parcial ou total, das suas operações (Vahlne e Johanson, 2017).

De acordo com Santangelo e Meyer (2017), a internacionalização acontece de forma progressiva, à medida que as empresas ampliam a sua atuação no comércio internacional. Normalmente, esse processo intensifica-se com o aumento da experiência das organizações e com o desenvolvimento da sua compreensão sobre os desafios e condições da operação no exterior.

O mesmo autor, salienta ainda que a internacionalização pode ser entendida de diferentes formas, estruturadas em torno de duas dicotomias principais. A primeira aborda a oposição entre uma visão macro, focada na economia nacional, e uma visão micro, centrada na atuação individual das empresas. A segunda diferencia as operações que ocorrem “de fora para dentro” (como importações, aquisição de tecnologia estrangeira e investimentos externos) daquelas que acontecem “de dentro para fora” (incluindo exportações, licenciamentos internacionais e investimentos realizados no exterior).

Nesse sentido, a entrada estratégica nos mercados internacionais é uma necessidade fundamental e uma oportunidade promissora para as empresas de hoje. Esta situação decorre da evolução do panorama da economia portuguesa, onde o mercado interno tem sofrido contração, dando origem a uma necessidade de expansão além-fronteiras. Por outro lado,

verifica-se uma redução das barreiras alfandegárias e uma diminuição dos custos de transporte, um aumento da comunicação e da troca de informações, abrindo um amplo campo de oportunidades no comércio internacional (Verbeke e Ciravegna, 2018).

O comércio internacional envolve transações realizadas entre dois ou mais países. Como tal, as empresas que pretendem realizar essas transações nos mercados estrangeiros devem considerar estruturas internacionais que, para além de compreenderem os mercados, devem ser capazes de avaliar as implicações financeiras de cada estratégia. As diferenças entre comércio local e comércio exterior abrangem as atividades económicas diretamente associadas aos negócios, os objetivos de tomada de decisão, variações do sistema jurídico e restrições entre os países, entre outros fatores que influenciam a rentabilidade das empresas (Cahen e Borini, 2020). Neste sentido, é fundamental identificar e gerir riscos para evitar ameaças. Isto passa por analisar a exposição a diversas situações que causam incerteza, definir estratégias preventivas, monitorizar continuamente e divulgar esta informação como forma de melhorar continuamente a implementação de negócios nos mercados internacionais.

Em contrapartida, o comércio internacional atingiu proporções enormes, que trazem benefícios significativos não só para quem participa, mas também para toda a população. Por isso, é importante definir estratégias de internacionalização que contribuam para aproveitar as oportunidades decorrentes do acesso a mercados de maior dimensão e com atratividades diferentes, mas que também permitam mitigar os inúmeros riscos (Jerzy e Oleksandr, 2022).

1.1.1 Estratégias de Internacionalização

O modelo de Uppsala, formulado inicialmente por Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) e posteriormente ajustado por Vahlne e Johanson (2017) visa contribuir para prever diversos padrões comportamentais dentro do processo de internacionalização. Este processo considera que a empresa aumenta gradualmente a sua participação internacional. Assim, de acordo com o modelo, há uma interação entre o desenvolvimento do conhecimento adquirido sobre o mercado externo e o comportamento da empresa com as suas decisões de negócios e operações. Para os autores Vahlne e Johanson (2017), a introdução do conceito de conhecimento de mercado diz respeito ao resultado da experiência adquirida durante um processo de internacionalização e é importante para decisões futuras na escolha de mercados-alvo, na medida em que o conhecimento de mercado ajuda a empresa a identificar riscos e oportunidades.

De acordo com este modelo, o processo de internacionalização passa por uma aprendizagem experimental e compromisso incremental, o que significa que, à medida que o conhecimento dos mercados externos aumenta, também aumenta o grau de compromisso da

empresa para com esses mercados, permitindo-lhe explorar melhor e de forma mais eficiente as oportunidades que oferecem.

Para Teece (2018), a estratégia empresarial é única para cada empresa, visto que cada uma possui características e realidades próprias que precisam ser consideradas ao definir a sua abordagem estratégica. No entanto, apesar de a estratégia ser personalizada, é possível identificar três estratégias genéricas que são: liderança em custos, diferenciação ou foco num segmento específico. Estas estratégias genéricas ajudam a definir o perfil competitivo da empresa, que pode incluir ações ofensivas para superar a concorrência ou ações defensivas para proteger a posição no mercado. O objetivo é enfrentar as cinco forças competitivas (concorrentes diretos, novos concorrentes, produtos substitutos, fornecedores e clientes) e garantir uma posição sustentável no mercado a longo prazo.

Para Porfírio e Franco (2003), uma empresa pode internacionalizar-se de acordo com duas estratégias: a internacionalização financeira, que ocorre quando as empresas recorrem aos euromercados para satisfazer as suas necessidades, ou então quando recorrem a participações financeiras, de controlo ou não, em empresas externas; a internacionalização operacional que consiste no alargamento do âmbito negocial da empresa através da entrada no mercado internacional. Neste sentido, internacionalizar o negócio é um projeto com diversas modalidades: exportação, modos contratuais ou investimento direto.

Os autores Knight e Cavusgil (2004) mencionam que as *Born Globals* estão a surgir em números substanciais em todo o mundo e, provavelmente, refletem um paradigma emergente, com potencial para se tornar uma espécie líder no ecossistema de comércio internacional. Nesse sentido, este fenómeno é encorajador, pois implica o surgimento de um sistema de intercâmbio internacional no qual qualquer empresa, independentemente de idade, experiência e recursos tangíveis, pode ser participante ativa nos negócios internacionais.

Assim, a rápida evolução que ocorre no âmbito dos negócios e das estratégias corporativas devido à globalização levou a que nem todas as empresas se expandissem geograficamente de acordo com a lógica tradicional 'passo-a-passo'. Neste contexto, Vahlne e Johanson (2017), fizeram uma revisão ao modelo original de Uppsala e deram origem ao conceito de rede de negócios. Embora tenha sido reconhecida pela sua relevância nos negócios internacionais, esta teoria tem enfrentado críticas pelas suas limitações em descrever e explicar certos processos contemporâneos e rápidos de internacionalização, como é o caso do *E- Commerce* ou das empresas *Born Globals*.

Essas iniciativas são impulsionadas por descobertas que indicam que as empresas *Born Globals* são desproporcionadamente importantes para a criação de emprego e para o

crescimento económico (Ferguson et al., 2021). Os mesmos autores, distinguem *Born Globals* pela sua capacidade de ultrapassar as barreiras iniciais à entrada em mercados externos sem a necessidade de estabelecer primeiro uma posição robusta no mercado interno. A agilidade dessas empresas em contornar os processos tradicionais de expansão de mercado, alcançando assim rapidamente a competitividade internacional, tem chamado a atenção de inúmeros Governos em todo o mundo, tanto em países desenvolvidos como em desenvolvimento.

O aumento dos sistemas de informação e do acesso à *internet* levou muitas empresas a adotar o *e-business*, um modelo de plataforma digital que permite um maior controlo das atividades e das transações, mas que não abrange as transações comerciais, que são trocas de valores entre partes ligadas. *E-Commerce* é um negócio em linha que suporta vários processos, incluindo a comunicação organizacional, a cooperação, a integração e a gestão de relações com clientes, fornecedores e outras partes interessadas através da *internet*, beneficiando todos os tipos de empresas, permitindo a concorrência global, a promoção e as vendas 24 horas por dia, 7 dias por semana, a redução de custos e uma melhor gestão, comunicação e apoio ao cliente. Assim, compreender os diferentes tipos de comércio eletrónico é crucial para a estratégia de negócios. Existem sete tipos de plataformas: B2C (*Business-to-Consumer*), B2B (*Business-to-Business*), C2C (*Consumer-to-Consumer*), P2P (*Peer-to-Peer*), B2E (*Business-to-Employee*) e G2B (*Government-to-Business*) /C2G (*Citizen-to-Government*), incluindo comércio eletrónico móvel, comércio eletrónico social e comércio eletrónico local. Estas plataformas variam de acordo com o tipo de mercado e relação comercial (Santos et al., 2022).

Segundo os autores Bai et al. (2022), as redes de negócios e os laços de rede são importantes fontes de informação sobre mercados e recursos no exterior, sendo particularmente importantes para as pequenas e médias empresas no processo de internacionalização. A estabilidade é um dos principais atributos das redes de negócios, que decorre do compromisso das organizações com os laços mútuos. Por conseguinte, em contraste com as redes instáveis, as redes empresariais estáveis incentivam níveis elevados de compreensão mútua, flexibilidade e confiança entre os membros. As redes estáveis têm relações que perduram no tempo, o que facilita os ajustes e a partilha de informações entre os parceiros.

Nesse sentido, as mudanças nas teorias e no ambiente empresarial podem ser analisadas para descobrir como as redes empresariais afetam a aquisição de conhecimentos, permitindo a observação de empresas que alargaram progressivamente as suas operações para ajudar a compreender melhor as diferentes estratégias e contribuir para existirem condições para um melhor controlo da atividade.

As estratégias de internacionalização variam conforme os objetivos das empresas. A internacionalização financeira centra-se em expandir operações financeiras globalmente, enquanto a operacional replica processos produtivos em outros países. A estratégia de *Porter* sugere a escolha entre liderança de custo, diferenciação ou foco em nichos específicos. O modelo por etapas defende uma expansão gradual, enquanto a abordagem *Born Globals* descreve empresas que atuam globalmente desde o início. Por fim, a internacionalização por redes valoriza alianças estratégicas para facilitar a entrada em mercados externos.

1.1.2 Formas de Internacionalização

A internacionalização é uma escolha estratégica que uma empresa faz como parte da sua abordagem global. Por isso, a forma como as empresas internacionalizam a sua atividade deve depender do nível de envolvimento de recursos humanos, técnicos ou financeiros que estão disponíveis para investir, e da disposição em aceitarem riscos maiores ou menores (Porfírio e Franco, 2003).

Segundo Vivas e Sousa (2012), dividem as formas de internacionalização em três grupos, nomeadamente: exportação, acordos contratuais e investimento direto. Esta classificação ocorre de acordo com o nível de complexidade/risco das estratégias de internacionalização, isto é, a complexidade e o risco inerente a um investimento direto, como a aquisição de uma empresa no exterior, é consideravelmente maior comparado à decisão de uma empresa que exporta para outros países. Contudo, a maior parte da literatura sobre a relação entre heterogeneidade da participação das empresas nos mercados internacionais concentra-se nas exportações e no investimento direto estrangeiro (Calia e Ferrante, 2013).

De entre os métodos de internacionalização referidos, a exportação é normalmente a primeira forma de aproximação ao mercado externo. Uma vez que permite custos operacionais iniciais mais baixos, riscos mais baixos e lucros mais elevados, o processo de internacionalização baseado na exportação é uma poderosa ferramenta de aprendizagem para a adoção posterior de estratégias de internacionalização mais sofisticadas e avançadas (Simões et al., 2013).

1.1.2.1 Exportação

A exportação é utilizada como uma primeira abordagem aos mercados internacionais e, de forma resumida, para os autores Cerceau e Lara (1999), é a menos complexa e exige o menor investimento. Para eles, a internacionalização por meio da exportação pode ser subdividida em três categorias: exportação direta, exportação indireta e exportação própria.

Na exportação direta, a empresa assume a gestão do processo de exportação, mantendo o controlo sobre as operações, mas conta com a colaboração de um agente ou distribuidor no país de destino. Esses intermediários recebem os produtos e garantem que estes chegam aos consumidores finais (Vivas e Sousa, 2012).

Já na exportação indireta, uma terceira parte, localizada no mesmo país da empresa exportadora, realiza o processo. Esse intermediário atua como facilitador da operação, tornando a exportação mais simples e com menos riscos. Contudo, como há mais intermediários envolvidos, as margens de lucro tendem a ser menores (Vivas e Sousa, 2012).

Na modalidade de exportação própria, a empresa gere diretamente todo o processo. De acordo com Simões et al. (2013), as vendas são realizadas diretamente aos consumidores finais que solicitam o produto. Essa abordagem permite à empresa maior controlo sobre a operação e potencialmente maiores lucros. No entanto, essa autonomia exige um investimento significativo de recursos humanos e financeiros. Muitas vezes, a empresa precisa estabelecer e manter o seu próprio canal de distribuição estruturado nos mercados estrangeiros.

As vantagens da exportação direta incluem maior conhecimento do mercado, controlo sobre os canais de distribuição e domínio da estratégia de *marketing*. Estas vantagens tornam esta exportação uma opção atrativa para as empresas que procuram maior controlo e maior retorno financeiro no processo de internacionalização, no entanto, também envolve maiores custos e responsabilidades, já que a empresa precisa gerir diretamente o processo. Entretanto, as suas desvantagens são a dificuldade da entrada em novos mercados, custos mais elevados, maior risco de perdas e a necessidade de dominar a documentação e informações necessárias para o processo de exportação (Simões et al., 2013).

A exportação indireta oferece vantagens como o fácil acesso aos mercados internacionais, a redução de custos de venda, a eliminação da necessidade de realizar pesquisas de mercado e a possibilidade de minimizar os encargos financeiros associados a vendas a prazo. Contudo, também apresenta desvantagens, como a falta de controlo e de informações detalhadas sobre os mercados externos, a ausência de uma estratégia própria de entrada, dificuldades para avaliar o desempenho da empresa no setor comercial, margens de lucro mais baixas e um relacionamento mais distante com os clientes (Simões et al., 2013).

A presença no mercado internacional pode ser alcançada por meio de uma variedade de alternativas, incluindo exportações. A seleção de qualquer uma dessas abordagens envolve diferentes graus de controlo, exposição ao risco, investimento e rentabilidade potencial (Simões et al., 2013).

Antes de iniciar o processo de internacionalização, uma avaliação abrangente do potencial de sucesso da empresa é fundamental. No caso da exportação, a empresa precisa se garantir que possui as capacidades e os recursos necessários para sustentar o crescimento contínuo das suas operações globais. É importante não encarar a internacionalização como um destino final, mas sim como uma estratégia cuja extensão e escala devem estar alinhadas com as oportunidades identificadas e as capacidades e recursos disponíveis da empresa (Simões et al., 2013).

As operações de exportação muitas vezes servem como o ponto de partida ideal para a expansão internacional. De acordo com especialistas, começar com exportações é uma aprendizagem valiosa para preparar as empresas para estratégias globais mais complexas. Essa fase inicial minimiza os custos operacionais, reduz os riscos e prepara o terreno para lucros potencialmente maiores e operações mais complexas (Simões et al., 2013).

1.1.2.2 Modos Contratuais

Segundo Medina Giacomozzi (2005), a internacionalização por meio de acordos contratuais envolve a concessão de certos direitos a uma empresa no exterior, conforme estabelecido num contrato. Isso não inclui acordos de transferência ou negociação de participações societárias entre empresas de diferentes países, que caracterizam o Investimento Direto Estrangeiro (IDE), tema a ser abordado posteriormente.

Os modos contratuais são utilizados majoritariamente quando se trata de exportar serviços, *know-how*, direitos de propriedade industrial ou o negócio. Existem diversos modos contratuais, mas os mais comuns são: Licenciamento, *franchising*, contratos de gestão e *joint ventures* (Simões et al., 2013).

Segundo Vivas e Sousa (2012), o contrato de licenciamento internacional verifica-se quando uma empresa, chamada licenciadora, atribui a uma terceira, referida como licenciada, através de um contrato, o direito de uso de ativos intangíveis da empresa licenciadora, nomeadamente: marcas, patentes, *know-how* entre outros. Para Rodrigues (2015), trata-se de uma forma interessante de ingressar no mercado internacional, sobretudo para licenciadoras que não possuem capital para fazer investimentos, uma vez que os custos de implementação serão atribuídos à empresa licenciada. Os contratos de licença permitem uma empresa explorar os seus direitos de propriedade industrial a nível internacional, sem assumir a responsabilidade pelo fabrico e comercialização dos produtos. Os autores Simões et al. (2013), indicam que o licenciamento é interessante na medida em que reduz os riscos de entrada e de desenvolvimento do mercado, que são suportados pelo parceiro local: o licenciado. Também facilita a entrada em mercados distantes e protegidos, onde a exportação

é por vezes complicada. Os pagamentos de licenciamento podem ser fixos, honorários por assistência técnica, ou *royalties*, que são uma percentagem das vendas dos produtos. Esse sistema alinha os interesses do licenciador e do licenciado, ambos interessados em aumentar as vendas. As vantagens são: baixo risco de entrada; reduzido compromisso financeiro; promoção da marca; liberação de recursos para outros investimentos; teste do mercado-alvo antes de um investimento direto; identificação de potenciais parceiros para colaborações futuras. Como desvantagens temos o risco de criar concorrentes; possível deterioração da imagem da marca se o licenciado não mantiver a qualidade; custos de adaptação da tecnologia ao mercado local e dificuldade em controlar o comportamento do licenciado (Rodrigues, 2015).

O *franchising* envolve um acordo contratual em que uma empresa de sucesso (o *franchisador*) concede a outra parte (o *franchisado*) a licença para utilizar o seu modelo de negócio. Isto permite que o *franchisado* opere sob a marca do *franchisador*, tirando partido das suas estratégias de gestão estabelecidas e da sua experiência para gerir as suas próprias unidades comerciais (Rodrigues, 2015). O mesmo autor, refere que os modelos de gestão que o *franchisador* poderá optar são: *franchising* direto e o *master franchising*. O *franchising* direto, envolve uma negociação direta entre *franchisador* e o *franchisado*, com cada *franchisado* a gerir as suas operações de forma independente, tendo como riscos, desafios na centralização da informação, na captação de recursos e na manutenção de um controlo efetivo sobre os *franchisados*. O *master franchising* resolve os problemas do *franchising* direto delegando o desenvolvimento e a gestão do negócio a um *master franchisee* numa região específica, sendo este, um intermediário selecionado que apoia os *franchisados* e é compensado com um pagamento inicial e uma taxa de gestão baseada nas vendas. Os principais riscos incluem a possibilidade de o *master franchisee* se tornar um concorrente ou de não prestar um apoio adequado. Neste sentido, o autor Moraes (2021) refere que, para o *franchisado*, a principal vantagem é lançar um negócio com um modelo comprovado, replicando o seu sucesso. No entanto, isto vem com autonomia limitada, uma vez que o *franchisador* supervisiona e dirige as operações do *franchisado*. Para o *franchisador*, ter um modelo replicável e padronizado oferece uma oportunidade valiosa de expandir a sua marca internacional com um investimento mínimo.

Outro modo contratual é o Contrato de Gestão, que é um acordo pelo qual o controlo operacional de uma determinada empresa é assumido por outra, que se compromete a gerir o negócio em troca de uma remuneração estabelecida com base nas vendas e/ou nos resultados operacionais. Este tipo de contrato poderá acontecer quando o proprietário não tem competências adequadas para conseguir gerir o seu próprio negócio (Simões et al., 2013). As vantagens incluem a possibilidade de entrada em mercados atrativos, mitigar riscos

políticos e integrar com outras operações. Os riscos envolvem o controlo limitado sobre as operações, potencial interferência do governo, dependência financeira do contratante e perspectivas diferentes entre os parceiros (Rodrigues, 2015). O mesmo autor refere ainda que, o pagamento nos contratos de gestão pode ser por meio de um pagamento básico (fixo ou variável), incentivos com base nos objetivos alcançados ou pagamento de serviços extra como formação, promoção ou *marketing*.

Por fim, Porfírio e Franco (2003), afirmam que *joint ventures* ou alianças são acordos formais ou informais entre empresas, caracterizados pela reciprocidade ou união de esforços e competências para reduzir custos e riscos. Um acordo formal ou informal, potencialmente duradouro, considerado relevante para a empresa e definido pela reciprocidade e/ou pela partilha de recursos e conhecimentos entre os parceiros é designado por aliança estratégica. Os acordos de distribuição conjunta, a criação de redes de distribuição conjunta, os acordos de comercialização recíproca, o *piggybacking* (acordo entre duas empresas, normalmente de dimensões diferentes, em que uma delas vende os seus produtos através da rede de distribuição internacional da outra) e os acordos de especialização da produção são as formas mais pertinentes de alianças para promover a internacionalização (Simões et al., 2013). As *joint ventures* apresentam riscos como problemas de coordenação, objetivos comerciais diferentes, fornecer informações a concorrentes, erosão da posição competitiva e dificuldade em manter a confiança entre os parceiros (Rodrigues, 2015).

1.1.2.3 Investimento Direto Estrangeiro

O Investimento Direto Estrangeiro (IDE) é a forma mais complexa e dispendiosa de entrada no mercado externo, envolvendo riscos financeiros significativos. As empresas devem adquirir ativos substanciais (máquinas, móveis ou até edifícios) e empregar uma força de trabalho local. Devido aos altos investimentos, as empresas tornam-se mais suscetíveis aos riscos do país de destino, tais como, risco político, cambial ou económico (Porfírio e Franco, 2003).

Os autores Athreye e Kapur (2009), referem que nos últimos 20 anos, se testemunhou uma notável globalização de negócios tendo origem nas economias em desenvolvimento, sendo esta situação, evidente no seu envolvimento no comércio internacional, nas saídas de investimento estrangeiro direto e no aumento das atividades de fusões e aquisições transfronteiriças.

O investimento direto estrangeiro é um indicador da melhoria do processo de desenvolvimento dos países. Provando ser altamente benéfico para os países que recebem tais investimentos. Compreender a distribuição desses investimentos diretos estrangeiros

entre setores e países é crucial. Esse conhecimento não só auxilia na identificação de soluções efetivas, como também desempenha um papel significativo na atração desses investimentos para outros países e regiões que necessitam de apoio de entidades estrangeiras capazes de fornecê-los (Andreica e Maricescu, 2011).

Segundo Machado (2014), a internacionalização por investimento direto estrangeiro envolve criar uma empresa no exterior (investimento de raiz) ou adquirir, parcial ou totalmente, empresas estrangeiras. Conforme Ferreira e Serra (2015), a internacionalização via IDE é a mais arriscada e onerosa financeiramente, sendo que criar ou participar numa empresa estrangeira expõe o investidor a vários riscos e altos custos, exigindo maior comprometimento.

Já Ferreira e Serra (2015), referem que o investimento de raiz é mais exigente, pois requer criar infraestruturas, desenvolver uma rede de clientes e fornecedores, e contratar mão de obra qualificada. Em contraste, aquisições ou fusões já contam com esses mesmos recursos. Machado (2014), destaca que, para o país recetor, o investimento de raiz é preferido por gerar novos empregos, desenvolver a região e transferir conhecimento, sendo frequentemente incentivado por políticas de incentivo locais. Refere ainda que, o processo de aquisição (parcial ou total) é um processo mais sereno comparado com o investimento de raiz, visto que se trata de uma transferência de propriedade de uma empresa para outra.

Segundo os autores, Osei e Kim (2020), e tal como referido anteriormente, existem evidências de que existe normalmente um impacto positivo do IDE sobre o crescimento económico dos países. Assim, o IDE é considerado um componente crucial do crescimento económico e do processo de globalização financeira. Isto deriva da noção de que os fluxos de IDE podem fornecer não apenas capital estrangeiro adicional essencial, mas, também, introduzir novos conhecimentos em diversas áreas.

Como tal, os fluxos de IDE desempenham um papel crucial na promoção do desenvolvimento económico. É imperativo que tanto as economias desenvolvidas como as economias em desenvolvimento, com especial ênfase nestas últimas, unem esforços substanciais para restabelecer e aumentar os fluxos de capitais, particularmente através do investimento direto estrangeiro. Historicamente, os fluxos de IDE têm constituído a fonte mais substancial de investimento financeiro. Por isso, o desenvolvimento de um modelo de internacionalização do IDE pode servir como uma ferramenta potente, funcionando como um motor para governos e empresas (Botelho et al., 2021).

1.2 Riscos no Comércio Internacional

1.2.1 Conceito de Risco

O risco é mencionado quando se podem definir cenários futuros e atribuir probabilidades à sua ocorrência, já a incerteza ocorre quando não se pode atribuir probabilidades confiáveis aos cenários futuros. Em conclusão, o risco pode ser gerido, enquanto a incerteza está ligada ao acaso (F. H. Knight, 1922).

O termo “risco” é mais uma escolha do que uma fatalidade, o seu uso ambíguo pode causar alguma confusão. A melhor definição de risco envolve a combinação de incerteza e indesejabilidade associada ao resultado de um evento (Booth et al., 1989).

Segundo Ross et al. (1995), o risco é dividido em risco não sistemático ou específico e risco sistemático ou de mercado. O primeiro é o risco inerente da própria empresa, de um sector ou de ativos específicos, e o segundo, é um risco que afeta a empresa num todo, uma vez que se dissemina por toda a economia.

O autor Gitman (1997), considera risco como a possibilidade de que os resultados realizados possam diferir daqueles esperados. Recorda que os acionistas têm aversão ao risco e tentam ao máximo evitá-lo. Assim eles esperam taxas de retorno mais elevadas nos investimentos com riscos mais altos e taxas de retorno mais baixas naqueles com riscos baixos.

Segundo, Drew e Kendrick (2005), classificar os tipos de risco é importante para direccionar prioridades dos gestores, construir modelos de causa e efeito, e designar sistemas de medição de gestão de riscos, podendo ser os riscos internos ou externos à organização.

O IBGC (2007), explica que os riscos externos são ocorrências associadas ao ambiente macroeconómico, político, social, natural ou setorial em que a organização está inserida, tais como o nível de expansão de crédito, o grau de liquidez do mercado, tecnologias emergentes, instabilidades políticas, conflitos sociais entre outras. Por outro lado, os riscos internos são eventos originados na própria estrutura da organização. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, ainda classifica em três categorias: riscos estratégicos, riscos financeiros e riscos operacionais.

Os riscos estratégicos estão associados à tomada de decisão dos órgãos de topo e podem gerar perda substancial no valor económico da organização. Os riscos financeiros são definidos como aqueles que estão associados a operações que definem a estrutura de reinvestimento da atividade, podem estar relacionados com o risco de crédito, risco da taxa de juro, risco cambial e de mercado. Os riscos operacionais estão associados à possibilidade

de ocorrência de perdas, resultantes de falhas, deficiências ou inadequação de processos e sistemas internos da atividade normal.

O risco, atualmente, é utilizado no cotidiano como a possibilidade de um acontecimento futuro e incerto e/ou perigo ou possibilidade de perigo. Mas, se por um lado está associado à possibilidade de perda, por outro o risco também está associado à possibilidade de ganho. A capacidade de tomar opções ou decisões que envolvam risco tem, então, sempre uma compensação inerente, ou seja, um prêmio pelo risco que é assumido, sendo que os investimentos apenas se tornam interessantes quando o retorno é maior que o próprio investimento, adicionando-lhe uma compensação associada ao risco (Rafael, 2011).

Segundo Pinho et al. (2011), é comum identificar dois tipos principais de risco: o risco específico da organização e o risco de mercado. O risco específico da organização afeta diretamente uma empresa, um grupo de empresas ou até mesmo um setor, podendo ser reduzido ou até eliminado por meio da diversificação de uma carteira de ativos. Já o risco de mercado está relacionado aos efeitos de variáveis macroeconômicas, como a inflação, as taxas de juros e o crescimento do PIB, que influenciam o mercado como um todo.

Os mesmos autores mencionam ainda uma segunda classificação de riscos: Risco contínuo, que deriva de uma fonte ou fator de risco que pode mudar continuamente, nomeadamente a taxa de juro, a taxa de inflação ou a taxa de câmbio; Risco ocasional que está associado à ocorrência de um dado evento específico. Esta distinção é importante para estes autores definirem os tipos de instrumentos de cobertura de risco mais adequados. No caso de riscos contínuos, as empresas podem evitá-los utilizando *forwards*, futuros ou opções; no caso do risco ocasional os contratos de seguro parecem ser os meios mais efetivos de cobertura de risco.

1.2.2 Tipos de Risco no Comércio Internacional

1.2.2.1 Risco País

A nível geral, por todo o mundo, existem preocupações baseadas em distúrbios políticos e económicos. As diferenças geopolíticas em várias áreas do mundo, a ameaça internacional de crise financeira e recessão económica, o aumento da desigualdade são alguns fatores. Com a globalização a aumentar e a disseminação com base na interconexão das estruturas económicas, mercados financeiros e instituições políticas, é importante analisar o risco país (Opreana et al., 2023).

O mesmo autor refere que o risco país reflete a probabilidade de que certos eventos ocorridos dentro de um País possam levar a impactos negativos nas operações de organizações específicas.

O risco país inclui diversos indicadores integrados e estruturados, isto é, não abrange apenas um indicador de risco composto, mas também um conjunto de subcomponentes que se concentram em áreas de risco específicas, como o risco financeiro, político e económico. Isso sugere que esses indicadores multidimensionais são capazes de proporcionar uma avaliação e reflexão abrangente sobre as condições gerais e parciais de um país (Wang e Lee, 2023).

No ponto de vista microeconómico, o risco país, especialmente refletivo na conjuntura económica, tem um impacto adverso na afetação de recursos e IDE das empresas internacionais e nas oportunidades de investimento e consumo privado dos consumidores (Opreana et al., 2023).

Os investidores internacionais dependem das classificações de risco país para tomar decisões de investimento em países considerados seguros para investimentos e retornos. As implicações das revisões para baixo para esses países em desenvolvimento que competem por fluxos de capital são uma perda de confiança dos investidores, que pode interromper repentinamente o fluxo de capital ou instigar uma saída em pânico dos investimentos no país (Oyetade e Muzindutsi, 2023).

Os riscos financeiros, económicos e políticos, têm um impacto significativo nos empréstimos inadimplentes dos setores bancários. Como intermediário financeiro, o sistema bancário é inquestionavelmente um setor crucial para o funcionamento de qualquer economia, e o desempenho de qualquer setor bancário é crucial para incentivar os investimentos e impulsionar o crescimento económico, tendo impacto no próprio risco do país (Saliba et al., 2023).

1.2.2.2 Risco de Crédito

O Risco de Crédito refere-se à possibilidade de que um mutuário ou contraparte não cumpra as suas obrigações financeiras, resultando em perdas para a instituição credora. Este tipo de risco é fundamental no setor financeiro, pois pode afetar não apenas a saúde das instituições, mas também a estabilidade do sistema financeiro global (Altman e Saunders, 1997).

Segundo Porfírio e Franco (2003), a possibilidade desse incumprimento por parte do devedor (risco de contraparte) pode ser dividida em dois tipos: *Pre-settlement Risk* e

Settlement Risk (ou risco de liquidação). O primeiro tipo surge do risco potencial onde uma das partes envolvidas não irá conseguir cumprir as suas obrigações, por exemplo, em caso de insolvência. O segundo tipo ocorre quando uma das partes cumpre a sua obrigação previamente, mas a contraparte não cumpre a sua obrigação contratual.

O Risco de Crédito refere-se à possibilidade de perda devido à falta de pagamento ou incumprimento do contrato por parte do mutuário. Quando uma entidade concede um empréstimo, espera-se reaver tanto o valor emprestado quanto os juros correspondentes. Nesse contexto, a instituição fica dependente da capacidade de pagamento do devedor e pode sofrer perdas se não receber os juros ou o capital de volta. O risco de crédito está presente sempre que existe a probabilidade de que uma contraparte não efetue o pagamento de um fluxo de caixa no futuro. Exemplos de situações que caracterizam o risco de crédito incluem empréstimos convencionais, empréstimos não garantidos, como os de cartões de crédito, garantias e cartas de crédito, linhas de crédito acordadas que podem ser revogadas, recebimentos de transações comerciais e outros recebimentos relacionados a instrumentos derivados (Pinho et al., 2011).

No âmbito do comércio internacional, esse risco refere-se a empresas que exportam produtos para clientes localizados em outros países, confiando na promessa de recebimento do pagamento numa data futura.

Devido à intensa competitividade nos mercados, a concessão de crédito a terceiros, mesmo sem remuneração (como no caso do crédito comercial), é uma prática bastante comum no comércio internacional. Isso implica que, em certos setores, as empresas precisem de flexibilidade para entregar mercadorias e receber pagamentos meses depois, o que pode ser um obstáculo para a sua entrada no mercado. O risco de crédito torna-se uma perda real quando o cliente não efetua o pagamento, total ou parcialmente, na data acordada. Para mitigar ou eliminar esse risco, o Sistema Financeiro Internacional (SFI) evoluiu ao longo do tempo, oferecendo soluções que podem ajudar a minimizar ou até eliminar o risco de crédito. No entanto, essas opções que eliminam o risco frequentemente acarretam custos adicionais para a empresa (Morais, 2021).

1.2.2.3 Risco da Taxa de Juro

No contexto de Mishkin (1995), o risco da taxa de juro é caracterizado como a possibilidade de perdas financeiras que surgem devido a flutuações nas taxas de juros. Esta definição é crucial, pois o autor explora como as mudanças nas taxas afetam tanto o valor dos ativos financeiros quanto a rentabilidade das instituições financeiras.

O mesmo autor argumenta que as instituições financeiras, como bancos e seguradoras, estão expostas a riscos substanciais devido à natureza dos seus negócios. Quando as taxas de juro aumentam, o valor de mercado dos ativos que a instituição detém (como títulos) tende a cair, enquanto as taxas de juros mais altas podem aumentar o custo do capital para os mutuários.

A obra do mesmo autor também aborda o risco de reinvestimento, que ocorre quando as taxas de juros caem, forçando as instituições a reinvestir fluxos de caixa a taxas mais baixas do que as originalmente previstas. Este cenário pode impactar negativamente a rentabilidade, pois os rendimentos futuros tornam-se incertos e, frequentemente, inferiores ao esperado.

Outro aspeto importante também mencionado por Mishkin (2016), é a descompensação na estrutura de vencimento dos ativos e passivos. As instituições financeiras que possuem ativos de longo prazo financiados por passivos de curto prazo enfrentam um risco maior, pois as variações nas taxas de juros podem afetar severamente a sua liquidez e estabilidade financeira.

Segundo Rodrigues (2015), o risco de taxa de juro divide-se em: risco de *repricing*, risco da curva da taxa de juro, risco de base e risco de opção.

O risco de *repricing* está relacionado com os ativos e passivos sujeitos a uma nova indexação de taxa (no caso de taxa variável) ou de novo vencimento (no caso de taxa fixa).

O risco da curva da taxa de juro decorre das variações em várias secções da curva da taxa de juro, com impacto negativo no preço dos ativos e passivos da empresa, quando o seu valor depende do nível dessas taxas de juro no mercado.

O risco de base ocorre quando as taxas de juros dos ativos são remuneradas com indexantes diferentes das taxas dos passivos para o mesmo prazo de *repricing*. Como por exemplo, ativos indexados à EURIBOR e os passivos à LIBOR ou se o indexante for o mesmo, mas os prazos são diferentes, os ativos indexados à EURIBOR a 6 meses e passivos à EURIBOR a 3 meses.

O risco de opção decorre da inclusão de cláusulas de opção nos ativos e passivos das empresas. Uma opção proporciona ao proprietário o direito, mas não a obrigação, de comprar, vender, ou de alguma maneira alterar o fluxo financeiro associado a um instrumento.

O risco da taxa de juro pode ser gerido e mitigado através de diversos instrumentos financeiros derivados, que permitem às empresas e instituições financeiras protegerem-se contra flutuações nas taxas de juro. Entre os principais instrumentos estão os *Forward Rate Agreements* (FRA), *Caps*, *Floors* e *Collars*. Estes métodos são amplamente utilizados no

mercado para estabilizar fluxos de caixa e controlar a exposição ao risco das taxas de juro (Rodrigues, 2015)

1.2.2.4 Risco da Taxa de Câmbio

O Risco da Taxa de Câmbio, também conhecido como risco cambial ou exposição cambial, refere-se à possibilidade de que flutuações nas taxas de câmbio possam impactar negativamente os fluxos de caixa, ativos, passivos ou lucros de uma entidade que possui operações ou transações em moedas estrangeiras. Este risco é particularmente relevante para empresas multinacionais, exportadores, importadores e investidores com ativos denominados em moedas diferentes da moeda de origem (Shapiro, 1999).

O autor ainda acrescenta que o risco da taxa de câmbio ocorre sempre que há exposição a pagamentos futuros ou recebimentos em moeda estrangeira, e isso pode impactar negativamente o valor dos fluxos de caixa quando convertidos para a moeda doméstica, dependendo das variações na taxa de câmbio ao longo do tempo.

Levi (2009), por sua vez, observa que o risco da taxa de câmbio também afeta investidores individuais e institucionais que aplicam em ativos denominados em moedas estrangeiras, como ações, títulos e fundos de investimento. Para esses investidores, o retorno real dos seus investimentos depende não apenas do desempenho do ativo, mas também das variações cambiais.

De acordo com Madura et al. (2018), o risco cambial surge devido às variações nas taxas de câmbio que podem afetar o valor de transações realizadas em moedas estrangeiras. Essas flutuações podem ser imprevisíveis e dependem de fatores económicos, políticos e de mercado, tornando a gestão desse risco essencial para empresas envolvidas no comércio internacional ou que possuem investimentos em outros países.

Para mitigar o risco da taxa de câmbio, as empresas e investidores utilizam uma série de estratégias, como o *hedging* com derivados financeiros, a diversificação geográfica e a adoção de contratos de financiamento em moedas locais para reduzir a exposição. Segundo Madura et al. (2018), as empresas podem utilizar contratos futuros, opções e *swaps* cambiais para travar uma taxa de câmbio futura e, assim, proteger-se contra variações adversas.

Além disso, Moffett et al. (2021), definem o risco cambial como a incerteza no valor futuro de fluxos de caixa ou valores de ativos e passivos denominados em moeda estrangeira. As empresas que realizam operações internacionais estão expostas a esse risco, que pode influenciar a sua competitividade e lucratividade no mercado global.

O risco cambial pode ser dividido em três tipos distintos: risco de conversão, risco de transação e risco económico.

Risco de Conversão

Este tipo de risco, também conhecido como risco contabilístico, ocorre devido à necessidade de converter demonstrações financeiras de subsidiárias estrangeiras para a moeda da empresa-mãe. De acordo com Shapiro (1999), essa conversão é afetada pelas variações nas taxas de câmbio, que podem impactar negativamente o valor consolidado dos ativos e passivos, dando origem a efeitos contabilísticos desfavoráveis nas demonstrações financeiras consolidadas. Posteriormente, Levi (2009), reforça que o risco de conversão é particularmente relevante para empresas multinacionais que operam com filiais em diferentes países, uma vez que a volatilidade cambial pode influenciar o valor reportado dos seus ativos e passivos. Em contexto mais recente, Madura (2018), menciona que, embora o risco de conversão não afete diretamente o fluxo de caixa da empresa, ele pode influenciar percepções de investidores e analistas sobre a saúde financeira da organização, tendo um efeito indireto no valor das ações da empresa.

Risco de Transação

O risco de transação refere-se à exposição da empresa a ganhos ou perdas cambiais resultantes de transações em moeda estrangeira que ainda não foram liquidadas e ao seu impacto na tesouraria da empresa. Shapiro (1999), observa que esse risco ocorre quando uma empresa assume compromissos de compra ou venda em moeda estrangeira, ficando desta forma exposta a variações cambiais entre o momento da negociação e o momento do pagamento. Levi (2009), complementa que as empresas enfrentam o risco de transação principalmente em operações de exportação e importação, onde a volatilidade cambial pode impactar o valor final da transação em moeda local. De acordo com Moffett et al. (2021), a gestão desse risco é essencial, e muitas empresas adotam estratégias de *hedge*, como contratos futuros e *swaps*, para travar uma taxa de câmbio favorável, diminuindo o impacto das flutuações cambiais sobre as transações financeiras.

Risco Económico

Este tipo de risco representa a exposição de longo prazo de uma empresa às variações nas taxas de câmbio, que podem afetar a sua posição competitiva e a rentabilidade em mercados internacionais. Shapiro (1999), define o risco económico como o impacto que as flutuações cambiais têm na capacidade de uma empresa gerar fluxos de caixa futuros, influenciando a sua posição competitiva em diferentes mercados. Levi (2009), ressalta que o risco económico afeta a própria viabilidade das operações no exterior, já que a valorização ou desvalorização da moeda pode tornar os produtos ou serviços da empresa mais ou menos

competitivos globalmente. Madura (2018), acrescenta que a exposição económica deve ser gerida estrategicamente por meio de diversificação geográfica e financeira, o que permite à empresa amortecer o impacto de variações cambiais adversas. Por fim, Fabozzi e Choudhry (2021), reforçam que a gestão do risco económico é essencial para a sustentabilidade e crescimento de empresas que operam em múltiplas regiões, requerendo uma combinação de estratégias de longo prazo, como diversificação de receitas e adaptação dos processos de produção.

Em conclusão, o Risco da Taxa de Câmbio é uma realidade incontornável para empresas e investidores que operam em um contexto globalizado. Ele reflete incerteza provocada pelas flutuações nas taxas de câmbio, que podem impactar o valor de ativos, passivos e fluxos de caixa denominados em moedas estrangeiras. De acordo com os autores Fabozzi e Choudhry (2021), gerir o risco cambial de forma eficaz requer uma combinação de ferramentas financeiras e operacionais, como contrato de *hedge*, derivados e a diversificação das fontes de receita em múltiplas moedas. Empresas que se preparam adequadamente para lidar com essas variações conseguem reduzir a exposição a perdas financeiras e manter a sua competitividade no mercado internacional. Neste sentido, a gestão eficiente do risco da taxa de câmbio é vital para garantir estabilidade financeira num ambiente de volatilidade cambial crescente, sendo um componente essencial para qualquer estratégia empresarial voltada para o comércio internacional.

1.3 Gestão do Risco no Comércio Internacional

A gestão de risco tornou-se essencial para empresas e investidores que procuram minimizar as incertezas financeiras que podem impactar as suas operações. Fabozzi et al. (1952), propõem uma solução eficaz para a gestão de risco ao introduzir a teoria de diversificação de portfólios. Segundo os autores, ao diversificar adequadamente os ativos, é possível reduzir o risco geral do portfólio, dando equilíbrio ao risco e retorno. Posteriormente, Smith Jr et al. (1989), expandiram essa ideia, focando na utilização de derivados, como futuros e opções, que permitem às empresas protegerem-se contra oscilações imprevistas nas taxas de câmbio e juros.

Nos anos seguintes, a prática de *hedging* ganhou relevância com a contribuição de introduzir o conceito de *Value at Risk* (VaR), uma métrica quantitativa que permite estimar a perda potencial de uma carteira em condições normais de mercado. Essa abordagem ajudou a sistematizar a avaliação de riscos. Na década de 2000, Hull e Basu (2003), destacaram a importância dos derivados, como futuros e *swaps*, para proteger contra flutuações de mercado, principalmente em relação às taxas de câmbio e de juros. Essas ferramentas

proporcionam segurança às empresas ao estabilizar as suas finanças e reduzir a exposição à volatilidade.

Os mesmos autores aprofundaram o estudo dos derivados e como eles podem ser aplicados em estratégias de *hedging* mais complexas. Explicam que contratos futuros, *swaps* e opções, são instrumentos amplamente utilizados por empresas multinacionais para mitigar a exposição a mudanças nas taxas de câmbio e de juros. Culp (2006), também contribui para esse debate ao salientar que, embora o *hedging* não elimine completamente o risco, ele permite a transferência deste para outra parte, assegurando maior estabilidade financeira para uma organização.

Nos últimos anos, as empresas têm adotado estratégias de *hedge* cada vez mais sofisticadas. Fabozzi e Markowitz (2011), destacam derivados como *caps*, *floors* e *collars*, pois oferecem uma forma de limitar a exposição às flutuações nas taxas de juro, garantindo maior estabilidade nos ambientes de mercado incertos. Madura (2015), destaca que instrumentos como *Forward Rate Agreements* (FRA) e *swaps* de taxa de juros são amplamente usados por empresas globais para travar taxas futuras, protegendo-se desta forma da incerteza dos fluxos de caixa,

Contudo, um dos principais riscos no comércio internacional é o risco de crédito associado à probabilidade de não serem cumpridas as obrigações financeiras por parte dos devedores. Nesse sentido, foram desenvolvidas ao longo dos anos, várias técnicas de pagamento e formas de financiamento que pretendem contribuir para a sua mitigação.

Assim, irão ser apresentadas de seguida as principais técnicas de cobertura do risco no comércio internacional, com especial destaque para a cobertura do risco de crédito, do risco cambial e da taxa de juro.

1.3.1 Técnicas de Pagamento e Fontes de Financiamento no Comércio Internacional

O Comércio Internacional estabelece relações comerciais, e o grau de relacionamento entre as partes determinará o tipo de liquidação selecionado. De acordo com Porfírio e Franco (2003), a escolha das técnicas de pagamento é atualmente um tema de grande relevância, pois é necessário alcançar um equilíbrio entre os custos das técnicas utilizadas e o nível de risco associado à transação. É importante notar que, se uma técnica de pagamento apresenta um risco elevado para uma das partes, o risco será proporcionalmente menor para a outra parte. Por outras palavras, os riscos associados às técnicas de pagamento tendem a ter uma relação inversa entre as partes envolvidas, por exemplo, uma técnica que oferece maior segurança para o exportador pode representar um risco maior para o importador e vice-versa.

Por isso, é essencial encontrar uma abordagem equilibrada que beneficie ambas as partes, promovendo relações comerciais de longo prazo baseadas na confiança.

O autor Briggs (1994), já mencionava que no comércio internacional, os gestores se preocupavam principalmente com fatores como o tempo necessário para efetuar transferências, o desconhecimento sobre os clientes e as suas condições financeiras, as flutuações nas taxas de câmbio, o tempo para a produção ou entrega de serviços ou produtos, e o endividamento externo dos países importadores. Dessa forma, os bancos desempenham um papel crucial na criação de soluções através da sua rede internacional de agências, filiais, sucursais e parceiros estrangeiros, assim como no desenvolvimento de redes de comunicação e técnicas específicas de pagamento para o comércio internacional.

Para Porfírio e Franco (2003), as técnicas de pagamento nos mercados internacionais podem dividir-se em: formas de liquidação simples que são normalmente utilizadas quando existe um maior grau de confiança entre o importador e o exportador, ao contrário, das formas de liquidação documentárias.

Segundo Porfírio e Franco (2003), na operação de liquidação direta o importador fica na posse efetiva da mercadoria antes de ter efetuado o seu pagamento, e nestas situações, uma vez que as instituições financeiras atuam apenas como intermediários, o seu envolvimento é minimizado e conseqüentemente as comissões bancárias são reduzidas. Para o mesmo autor, a utilização de operações documentárias incute um maior nível de segurança, essencialmente por dois fatores, o primeiro está relacionado com a posse efetiva da mercadoria que só passará para o nome do importador, após a cobrança (exceto no caso da remessa simples), e o segundo pela intervenção das instituições financeiras, que assumem um papel mais interveniente e de maior responsabilidade, implicando um maior encargo financeiro.

Estas formas de liquidação simples podem assumir-se da seguinte forma: transferência bancária (*SWIFT*), ordem de pagamento sobre o estrangeiro ou cheque bancário sobre o estrangeiro (Rodrigues, 2015).

A transferência bancária *SWIFT*, que é um sistema de transferência interbancário permite às partes de uma transação comercial fazer uma transferência de fundos de forma rápida através do sistema interbancário, e este meio oferece uma elevada segurança e confiança (Teresa e Dores, 2015).

A ordem de pagamento sobre o estrangeiro, permite uma grande rapidez na transferência de fundos e o seu uso acontece quando existe um grande grau de confiança entre o comprador e o vendedor e com uma prática de utilização após um relacionamento

frequente entre as entidades envolvidas e em países sem restrições cambiais (Teresa e Dores, 2015).

As remessas simples, remessas documentárias e créditos documentários são os três tipos de liquidação documentária. A remessa simples é a forma mais básica das operações documentárias, e oferece menos segurança ao vendedor, pois o importador pode obter as mercadorias antes do pagamento, sendo estas preferidas em relação às formas simples devido às letras de câmbio, que são documentos oficiais que comprovam a dívida. As remessas documentárias oferecem maior segurança, na medida em que o comprador apenas tem posse das mercadorias após a liquidação da dívida por pagamento ou letra. No caso da letra convém existir uma relação de confiança para evitar o risco de crédito no final do prazo (Rodrigues, 2015).

Complementando este tema, o crédito documentário ou carta de crédito é uma “...operação através da qual um banco (banco emitente), a pedido de um seu cliente (ordenador/importador), garante ao beneficiário (exportador), em geral através de um banco no país deste último (banco notificador), o pagamento de um determinado montante, mediante a entrega de documentos, em ordem, relativamente a uma dada transação comercial...” (Porfírio e Franco, 2003, p.215).

O pagamento adiantado ou dinheiro contra encomenda é o método mais adequado quando o risco é alto, garantindo que os fundos sejam recebidos antes da exportação de mercadorias. Para projetos significativos, é comum ter pagamentos antecipados vinculados a etapas de conclusão, muitas vezes apoiados por garantias bancárias. Este método é seguro, eficiente e económico, com custos comparáveis às contas abertas, mas menores do que remessas ou cartas de crédito (Teresa e Dores, 2015).

Atualmente, há uma infinidade de técnicas de pagamento, e a formalização de estratégias de pagamento é significativamente influenciada pelo risco associado com os países das empresas clientes. Esse risco não é exclusivo das relações com empresas de países de alto risco, mas também fatores como cultura regional, setores de atividade e quantidades desempenham um papel importante. Além disso, nem todas as moedas são facilmente conversíveis entre si a qualquer momento no mercado de câmbio (Teresa e Dores, 2015).

No contexto do comércio internacional, as empresas têm à disposição várias fontes de financiamento para facilitar as suas operações, incluindo o *factoring* internacional. Esta modalidade consiste na venda dos direitos de crédito de uma empresa para uma instituição especializada em cobranças. A instituição adquire o crédito da empresa vendedora e assume

a responsabilidade de cobrar o pagamento do comprador em parcelas, em troca de uma taxa (Rodrigues, 2015).

Outra alternativa disponível para empresas exportadoras é o *forfaiting*. Nesta modalidade, o exportador recebe o valor total da sua venda de imediato, cedendo ao banco uma letra de câmbio previamente aceita pelo cliente e avalizada pelo banco do cliente. A instituição bancária realiza o pagamento ao exportador, assumindo integralmente o risco de crédito, ficando então responsável por cobrar o valor da transação ao importador num momento posterior. Esta prática permite ao exportador obter o valor total das suas vendas sem ter que esperar o prazo de pagamento acordado com o importador (Rodrigues, 2015).

O artigo desenvolvido por “*Banking of Foreign Economic Activity of Enterprises on the Example of FUIB JSC*” (2020), observou que os serviços bancários para a atividade económica externa das empresas abrangem uma ampla gama de operações, ou seja, a manutenção de contas de clientes em moeda estrangeira, a realização de liquidações internacionais para operações de exportação e importação e diversas formas de financiamento de atividades económicas estrangeiras. Em síntese, a natureza distintiva do financiamento bancário para as atividades económicas estrangeiras das empresas reside no facto de que os empréstimos são concedidos principalmente em moeda estrangeira. Portanto, o banco deve possuir uma licença em moeda estrangeira, e o ciclo do empréstimo está intrinsecamente ligado ao ciclo de operações comerciais. Além disso, o banco precisa, ter contrapartes estrangeiras confiáveis, ser membro do SWIFT e de outros sistemas de pagamentos internacionais.

1.3.2 Técnicas de Gestão do Risco Cambial

1.3.2.1 Técnicas Internas de Cobertura do Risco Cambial

As estratégias para cobertura de riscos variam amplamente em custo e abordagem. Segundo Matos (1992), no curto prazo, a cobertura deve situar-se entre 60% e 100% quando o risco é elevado, enquanto para riscos baixos essa necessidade é menor, entre 0% e 50%. Já no longo prazo, é aconselhável manter ativos em moedas fracas e passivos em moedas fortes, para evitar diferenças cambiais desfavoráveis, deixando descobertos os ativos em moedas fortes e passivos em moedas fracas. Além disso, a cobertura pode ser ajustada para proteger posições de forma parcial ou integral. Segundo o mesmo autor, é possível diminuir o risco cambial recorrendo essencialmente à forma de gestão da empresa e utilizando técnicas internas de cobertura.

As técnicas internas de cobertura envolvem ações que a empresa pode tomar de forma independente, sem a necessidade de recorrer a instrumentos de mercado, com o

objetivo de mitigar o risco cambial. Estas técnicas concentram-se na estruturação interna dos fluxos de caixa e na forma como a empresa organiza as suas operações financeiras (Eiteman et al., 2018). Estas podem subdividir-se em técnicas internas relativas a posições já existentes e relativas a posições futuras.

Relativamente a técnicas internas relativas a posições existentes, temos:

Pagamento antecipado

O pagamento antecipado envolve a realização de um pagamento por parte do importador antes da data originalmente acordada, especialmente quando se prevê uma valorização da moeda em que o pagamento será efetuado. Esta técnica torna-se vantajosa quando o ganho esperado com a diferença cambial resultante da antecipação supera o custos de um possível financiamento ou, alternativamente, ultrapassa o rendimento potencial de um investimento financeiro no período entre a data efetiva do pagamento e a data originalmente prevista (Matos, 1992).

“Leading and lagging”

O método de *“leading and lagging”*, envolve o ajuste das datas de pagamento e recebimento, tendo em atenção aproveitar oscilações de valorização e desvalorização das moedas envolvidas. O autor Abor (2005), descreve a estratégia *“lead”* como a antecipação de cobranças a receber quando se prevê que a moeda de referência possa desvalorizar, assim como a antecipação de pagamentos na expectativa de valorização da moeda estrangeira. Por outro lado, a estratégia *“lag”* visa adiar as cobranças quando há previsão de valorização da moeda envolvida, bem como atrasar pagamentos quando se espera que esta sofra uma depreciação. Esse método depende de uma certa capacidade de negociação ou de relações de confiança com os parceiros comerciais, sendo mais simples de aplicar entre empresas de um mesmo grupo do que entre empresas sem vínculos próximos. O sucesso dessa técnica também está ligado às taxas de juros dos países envolvidos, visto que pode levar a pedidos de financiamento de curto prazo ou a não aplicações de fundos, nos casos de atrasos de recebimentos, bem como a aplicações de fundos, no caso de antecipação do recebimento com eventual pedido de financiamento pela entidade que paga. Assim, para que essa abordagem seja vantajosa, os ganhos cambiais devem superar os custos com juros.

Compensação

De acordo com Abor (2005), a compensação envolve a tentativa de equilibrar valores a pagar e a receber na mesma moeda, com o mesmo parceiro e em datas simultâneas, com o intuito de minimizar a exposição ao risco cambial e reduzir os custos associados às transferências de fundos. Esta técnica exige uma gestão eficiente de tesouraria, analisando cada moeda de forma individual, sendo amplamente adotada por empresas multinacionais.

Relativamente a técnicas internas relativas a posições futuras, temos:

Escolha da Moeda de Faturação

Isacsson et al. (2004), destacam a escolha da moeda de faturação como uma prática relevante. Dependendo do poder de negociação da empresa, o ideal seria faturar sempre na moeda nacional, eliminando completamente o risco cambial. Caso a faturação precise ser feita em moeda estrangeira, é recomendável optar por moedas que sejam, ou que tenham potencial de ser, fortes. Para o importador, a negociação deve preferencialmente ocorrer em moedas com tendência à desvalorização. A introdução do Euro como moeda única na Europa trouxe maior estabilidade para empresas que operam comercialmente entre países da zona euro, eliminando o risco cambial entre elas. Em grupos empresariais, essa técnica pode também gerar economias fiscais, uma vez que permite balancear ganhos e perdas cambiais, impactando os resultados de empresas localizadas em diferentes países.

Diversificação de Divisas

A diversificação de moeda é uma técnica para gestão de risco cambial que se baseia na ampliação das moedas transacionadas, evitando a dependência de uma única divisa. Segundo Motta (2006), o risco total associado à transação numa determinada moeda pode ser desdobrado em dois componentes: o risco específico, que está relacionado com a economia, o ambiente político-legal, social e tecnológico do país de origem da moeda; e o risco proveniente da conjuntura económica e financeira global. Brealey et al. (2007), sugerem que adotar uma estratégia de diversificação de ativos pode contribuir para obter retornos atrativos enquanto se reduz o risco. A diversificação foca-se na seleção de moedas com correlações baixas ou negativas, evitando comportamentos semelhantes entre elas e alinhando-se aos princípios da teoria de portfólio de *Markowitz*. Dessa forma, perdas associadas a variações negativas no valor de uma moeda podem ser compensadas por ganhos resultantes da valorização de outra, diminuindo o risco através da redução da volatilidade nos retornos das operações realizadas em moedas estrangeiras.

Ações sobre os Preços de Venda e de Compra

Conforme Peynot (1986), outra técnica possível é a adaptação dos preços de venda, que consiste em ajustar o valor dos produtos ou serviços para compensar a depreciação esperada da moeda. Para exportadores, isso pode significar um aumento nos preços para contrabalançar perdas cambiais previstas, enquanto importadores podem negociar um preço mais baixo caso prevejam uma valorização. Ambas as partes podem renegociar os valores de venda ou de compra com base nas variações previstas da moeda de faturação, onde as perdas cambiais de uma parte são compensadas pelo ajuste de preços, enquanto os ganhos da outra são neutralizados por esse mesmo ajuste. Alternativamente, é possível indexar os

preços às taxas de câmbio, equilibrando ganhos e perdas entre as partes envolvidas. O autor também menciona estratégias de gestão de ativos e passivos para evitar perdas na conversão durante o processo de consolidação de subsidiárias estrangeiras na empresa matriz, recomendando reduzir os ativos e aumentar os passivos em moedas com tendência à desvalorização, e aplicar a estratégia oposta em moedas com tendência à valorização.

1.3.2.2 Técnicas Externas de Cobertura do Risco Cambial

Embora as técnicas internas sejam amplamente utilizadas, elas costumam ser insuficientes para uma gestão completa do risco cambial. Desta forma, é essencial recorrer a técnicas externas para lidar com situações mais complexas nos mercados internacionais. Numa forma de gestão ideal de risco, as técnicas internas seriam aplicadas para minimizar a exposição ao risco cambial de forma económica, porém, em casos de maior complexidade e exposição, as técnicas externas apropriadas seriam então empregadas. No entanto, é importante considerar os custos das técnicas externas, pois eles podem, em alguns casos, superar as perdas cambiais que ocorreriam sem a cobertura. Portanto, é fundamental encontrar um equilíbrio entre o custo de cobertura e o nível de risco cambial (Motta, 2006).

O autor menciona várias técnicas externas disponíveis no mercado, tais como:

Desconto de Pronto Pagamento

O desconto por pronto pagamento envolve o pagamento imediato após o envio dos produtos ou a prestação de serviços, com um desconto aplicado na fatura. Com essa técnica, a compra e venda de moedas ocorre no mercado à vista, eliminando a exposição ao risco das flutuações cambiais. Para o importador, essa estratégia exige liquidez de caixa ou a capacidade de obter empréstimos. Nesse último caso, é necessário que os custos de financiamento sejam menores do que os ganhos cambiais acrescidos do benefício do desconto. Do lado do exportador, a negociação do desconto deve garantir um ganho cambial, além de possibilitar a aplicação do valor recebido para que se compense o custo financeiro associado.

Contratos a Termo (*Forward*)

Para as empresas importadoras, esta técnica permite fixar antecipadamente uma taxa de câmbio para valores a serem pagos em moeda estrangeira numa data futura. Caso a moeda estrangeira sofra uma desvalorização no câmbio a prazo, a empresa importadora poderá adquirir essa moeda a um valor menor, dando origem a um ganho. Para as empresas exportadoras, é possível também definir a taxa de câmbio para o recebimento na data acordada entre as partes. Se a moeda estrangeira se valorizar no câmbio a prazo, a empresa

exportadora poderá converter o valor recebido a uma taxa mais vantajosa, resultando num ganho cambial. Por outro lado, se o comportamento das taxas *forward* for oposto ao esperado, tanto as empresas importadoras quanto exportadoras terão de converter os seus valores a taxas menos favoráveis do que as do mercado à vista, o que impede a obtenção de ganhos cambiais (Cavazos, 2004).

Os contratos a termo são um dos instrumentos mais utilizados para cobertura cambial. Eles são acordos personalizados entre duas partes para a compra ou venda de uma moeda estrangeira numa data futura a uma taxa de câmbio acordada no momento do contrato. Isso elimina a incerteza quanto à taxa de câmbio no futuro, o que pode ser especialmente útil para empresas que têm pagamentos ou recebimentos garantidos numa moeda estrangeira (Moosa e Bhatti, 2009).

Segundo Shapiro e Hanouna (2019), os contratos a termo são amplamente usados por empresas que têm exposições futuras e previsíveis em moedas estrangeiras, oferecendo uma solução de *hedge* direta e personalizada.

Arbitragem de Posições a Prazo

A técnica de arbitragem de posições a prazo permite que uma empresa faça arbitragem entre uma posição devedora e uma posição credora em duas moedas estrangeiras distintas. Conforme Matos (1992), uma empresa que espera receber um valor em moeda estrangeira X em três meses precisa pagar outro valor em moeda Y em seis meses, pode optar por adquirir a moeda Y a prazo de três meses usando contratos *forward*. Ao receber a moeda X no fim do período de três meses, a empresa pode trocá-la pela moeda Y que precisará para o pagamento após seis meses, e, possivelmente, ainda lucrar com juros ao aplicar o capital até a data de pagamento. Assim, o risco cambial é eliminado. Se o valor recebido em moeda X for superior ao necessário em Y, o excedente pode ser vendido a prazo contra a moeda nacional. Caso o valor em X seja menor que o exigido em Y, a empresa deve comprar o valor restante em Y a prazo. Dessa forma, quando as futuras transações em moedas estrangeiras são previstas, o risco cambial pode ser significativamente reduzido ou até eliminado para várias moedas.

Adiantamento de Divisas

Segundo Abor (2005), a técnica de adiantamento de divisas permite que uma empresa exportadora receba um valor em moeda estrangeira antecipadamente, convertendo-o em moeda nacional logo após o envio das mercadorias, e não apenas no momento do pagamento pelo cliente. Dessa forma, elimina-se grande parte do risco cambial. Essa estratégia consiste em obter um financiamento de curto prazo na moeda da transação, cujo montante será devolvido assim que o cliente cumprir a sua obrigação com a empresa. Assim, o valor recebido

em moeda estrangeira é transferido à instituição financiadora, que cobrará juros na mesma moeda. Neste caso, o risco cambial fica limitado apenas ao valor dos juros.

Matching

A técnica de *matching* permite alinhar valores a pagar e a receber em várias moedas estrangeiras. De acordo com Dhanani (2004), empresas que realizam frequentemente importações e exportações conseguem, com mais facilidade, identificar montantes a pagar e a receber na mesma moeda, reduzindo, assim, o risco cambial. Essa estratégia baseia-se em sincronizar entradas e saídas de valores em moedas estrangeiras idênticas e em datas semelhantes, evitando perdas relacionadas à conversão cambial. Esta abordagem exige um controlo rigoroso e constante da tesouraria, tanto atual quanto projetada, em cada moeda, permitindo diminuir o risco cambial associado a transações internacionais. Mesmo quando não é possível interligar os valores e datas, a empresa pode estabelecer depósitos em moeda estrangeira em contas bancárias, ou então utilizar contas correntes em moedas estrangeiras para cobrir futuros pagamentos.

Swaps Cambiais

Um *swap* é um contrato entre duas partes que concordam em realizar uma troca, geralmente envolvendo a obrigação de efetuar pagamentos específicos. Esses contratos são amplamente utilizados em operações que envolvem pagamento de juros ou transações com moedas. A principal função dos *swaps* é minimizar riscos, permitindo que empresas alinhem a variabilidade dos seus pagamentos de juros com a volatilidade dos seus fluxos de caixa. Em certas circunstâncias, os *swaps* não apenas reduzem o risco, mas também diminuem o custo real da dívida (Jacinto, 2015).

As empresas enfrentam riscos associados a mercados específicos, seja em transações com diversas moedas ou em operações com taxas de juros fixas e variáveis que nem sempre acompanham as dinâmicas económicas e financeiras dos países. Para minimizar ou eliminar essas exposições ao risco, os *swaps* surgem como instrumentos eficazes. Ao permitir a troca de exposições financeiras, favorecem um equilíbrio na gestão de carteiras de investimento e financiamentos. Por exemplo, os *swaps* de juros permitem distinguir riscos associados a obrigações intrínsecas a empréstimos, como riscos de taxa de juros e cambial (Jacinto, 2015).

Entre diversos tipos de *swaps*, destacam-se os *swaps* cambiais, que envolvem a troca de fluxos de caixa em moedas diferentes entre duas partes. Estes são especialmente úteis para empresas que precisam proteger ativos e passivos contra flutuações cambiais e de taxas de juros, especialmente em operações de longo prazo. Por sua versatilidade, os *swaps*

cambiais são amplamente utilizados por empresas com necessidades complexas de financiamento (Hull, 2015).

De acordo com Jacinto (2015), o *swap* cambial é um acordo em que duas partes trocam uma moeda por outra durante um período predeterminado, visando a proteção contra riscos de câmbio. A taxa de câmbio estabelecida para o final do contrato reflete as taxas de juros dos dois mercados monetários envolvidos. Em outras palavras, as operações de *swap* cambial tendem a alinhar as taxas cambiais e monetárias de diferentes mercados, de acordo com a teoria da paridade das taxas de juros, promovendo equilíbrio entre esses mercados.

Por fim, os *swaps* cambiais oferecem uma gestão eficiente e econômica na captação de fundos em moeda estrangeira. Além de diversificar as fontes de financiamento, contribuem para a redução de custos financeiros, tornando-se ferramentas estratégicas para empresas que procuram otimizar as suas operações financeiras (Jacinto, 2015).

Contratos de Futuros Cambiais

Os contratos de futuros cambiais permitem estabelecer uma taxa de câmbio fixa para uma data futura. De acordo com Rafael (2011), esses contratos, que começaram no início do século XIX, foram inicialmente desenvolvidos para assegurar preços de produtos agrícolas e algumas matérias-primas em datas futuras, reduzindo os efeitos das oscilações de preços nesses mercados. A partir dos anos 1970, esse tipo de contrato passou a incluir também os mercados financeiros, permitindo a cobertura de risco cambial e de taxas de juros, de forma semelhante à proteção contra variações nos preços de produtos e matérias-primas. O primeiro mercado a operar nesse modelo foi o *International Money Market* de Chicago, ainda hoje um dos maiores mercados.

Os contratos futuros cambiais, diferentemente dos *forwards*, são padronizados e negociados em bolsas regulamentadas. Eles oferecem liquidez e maior transparência, mas podem ser menos flexíveis devido à padronização dos contratos (Hull, 2015).

Conforme Rodrigues (2015), esses contratos são definidos com base no ativo subjacente, valor, prazo, critérios de cotação e procedimentos de liquidação. Para garantir liquidez, são padronizados e negociados em mercados específicos, o que permite aos participantes ajustar as suas posições assumindo o lado oposto de uma posição anterior. Em cada contrato, estão envolvidos um comprador, um vendedor e uma câmara de compensação que supervisiona as operações e assegura a existência de uma contraparte. O valor do contrato pode variar e, em geral, tem duração de até dois anos, com vencimentos a cada três meses. Nessa modalidade, o comprador contrata para adquirir uma moeda a uma taxa e data previamente acordadas, enquanto o vendedor se compromete a entregar essa moeda nas

mesmas condições. O valor da transação é definido desde o início e regulado pela câmara de compensação.

Uma vantagem dos futuros cambiais é que, além da cobertura cambial, eles permitem que a empresa beneficie de garantias e margens exigidas pelas câmaras de compensação, que eliminam o risco de contraparte (Padilha, 2018).

Contratos de Opções Cambiais

Os contratos de opções cambiais, conforme descrito por Black e Scholes (1973), permitem que duas partes (comprador e vendedor) estabeleçam uma taxa de câmbio e uma data para realizar uma transação financeira, como a compra e venda de moedas.

De acordo com Rafael (2011), existem dois tipos principais de contratos de opções: as opções de compra (*Call Options*), nas quais o comprador procura adquirir uma moeda, e as opções de venda (*Put Options*), onde o comprador pretende vender uma moeda. O comprador de um contrato de opção possui o direito de comprar ou vender uma quantia específica de uma moeda ao vendedor do contrato, pelo preço de exercício numa data acordada. Para garantir esse direito, o comprador paga um prémio ao vendedor, que se torna responsável por realizar a transação. Este prémio é o custo que o comprador paga pela opção de comprar ou vender a moeda a uma taxa de câmbio previamente definida, dependendo das oscilações cambiais que podem ser favoráveis ou desfavoráveis. Normalmente, os vendedores de contratos de opções estão mais envolvidos em atividades especulativas do que na gestão do risco cambial, utilizando esse instrumento financeiro principalmente para lucrar com o prémio do contrato.

As opções cambiais oferecem uma alternativa flexível para a cobertura do risco cambial. Ao adquirir uma opção, o comprador obtém o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender uma moeda a uma taxa predefinida numa data futura. Isso permite que a empresa beneficie de movimentos favoráveis da taxa de câmbio, enquanto limita a sua exposição a movimentos adversos (Shapiro & Hanouna, 2019). O autor ainda acrescenta que as opções são frequentemente utilizadas quando há incerteza sobre a direção futura da taxa de câmbio e a empresa deseja manter algum grau de flexibilidade.

Contratos de Seguros

Uma técnica externa bastante comum na gestão cambial do risco cambial é a utilização de contratos de seguros contra o risco cambial, que são realizados com instituições especializadas, frequentemente entidades governamentais. Este tipo de cobertura exige o pagamento de prémios de seguro e comissões, que podem ser bastante altos e variam de acordo com o risco associado às moedas a serem protegidas. Em algumas situações, as entidades governamentais podem recusar-se a aceitar riscos elevados, o que inviabiliza a

contratação desses seguros. Este instrumento proporciona proteção contra flutuações cambiais por um período determinado e pode abranger valores significativos. Contudo, os prêmios devem ser pagos no momento da assinatura do contrato, e somente moedas convertíveis são seguradas. Além disso, se houver uma valorização nas taxas de câmbio, os resultados positivos ficam com as entidades seguradoras (Matos, 1992).

1.3.3 Técnicas de Cobertura do Risco da Taxa de Juro

O risco da taxa de juro é um desafio significativo para as empresas, pois pode afetar diretamente o custo de financiamento e a rentabilidade dos investimentos. Para diminuir essas flutuações, diversas técnicas de cobertura são utilizadas, os *forwards* (contratos FRA), os futuros, os *swaps* e as opções, permitindo que as organizações protejam as suas operações financeiras contra variações adversas nas taxas. Neste sentido, em virtude da interligação entre a evolução das taxas cambiais e de juro e do recurso regular das empresas aos mercados financeiros para obtenção de empréstimos e aplicações financeiras em diferentes divisas, iremos abordar de seguida as principais técnicas de cobertura do risco da taxa de juro.

Forward Rate Agreement (FRA)

O *Forward Rate Agreement* (FRA) é um instrumento utilizado para cobrir o risco de taxa de juro, onde uma empresa e um banco, ou dois bancos, concordam em trocar pagamentos de juros numa data futura, com base num montante e período acordados. Este contrato assegura, de antemão, um nível de referência variável. Pode ser utilizado para financiamentos ou depósitos com taxas variáveis. Para se proteger contra o aumento das taxas, deve-se adotar uma posição longa (comprador), enquanto uma posição curta (vendedor) é apropriada quando se espera queda nas taxas. O FRA não exige pagamentos de margens ou comissões e a liquidação envolve apenas a diferença em dinheiro, limitando o risco de crédito à possibilidade de não pagamento do diferencial de juros (Garcia e Didier, 2003).

No caso de financiamentos, se a taxa de liquidação estiver acima da taxa do FRA, o banco paga à empresa a diferença, garantindo que o custo de financiamento se mantenha em linha com a taxa do FRA. Se a taxa de liquidação for inferior, a empresa pagará o diferencial, mas ainda se financia ao nível da taxa FRA. Assim, o contrato FRA assegura que a taxa de operação subjacente corresponda sempre à taxa contratada (Martins et al., 2009). Para aplicações, se a taxa de liquidação exceder a taxa do FRA, a empresa pagará a diferença, garantindo uma remuneração real equivalente à taxa do FRA. Caso contrário, o

banco pagará à empresa o diferencial, assegurando que a remuneração se mantenha em linha com a taxa do FRA.

Swap de Taxa de Juro

De acordo com Lopes de Mendonça et al. (1998), o *Swap* de taxa de juro, é um acordo entre duas partes que implica a troca de pagamentos de juros em intervalos regulares (mensais, trimestrais, semestrais ou anuais). Esta ferramenta ajuda a gerir orçamentos e protege as empresas de um aumento nos encargos financeiros. Trata-se de um mecanismo para diminuir o risco associado às taxas de juro, permitindo que as entidades transformem as suas obrigações de financiamento ou aplicação de fundos de uma taxa fixa para uma variável e vice-versa. Por exemplo, se uma empresa tiver um empréstimo ou investimento com uma taxa variável, pode optar por convertê-lo numa taxa fixa, garantindo assim maior previsibilidade sobre os seus fluxos de caixa futuros. Da mesma forma, uma empresa com um empréstimo indexado a uma taxa fixa pode decidir trocar para uma taxa variável se houver expectativas de que esta diminua no futuro. O mesmo raciocínio se aplica às aplicações financeiras, caso se anteveja um aumento nas taxas de juro.

O Cap

Conforme Matos (1992), o *Cap* é um instrumento financeiro que visa proteger contra o risco da taxa de juro, especialmente para financiamentos com taxas de juro variáveis. Ao adquirir um *Cap*, o comprador paga um prémio no momento da contratação e estabelece um limite superior para flutuação do indexante (ou seja, a taxa de referência), definindo assim o custo máximo do seu financiamento. Além disso, a empresa que compra o *Cap* pode se beneficiar de quaisquer quedas na taxa de referência que ocorram durante a vigência do contrato, desde que estas fiquem abaixo da taxa assegurada pelo *Cap*. Este mecanismo é particularmente vantajoso para as empresas que procuram proteção contra aumentos nas taxas de juro além de um certo patamar, ao mesmo tempo em que possibilita aproveitar futuras reduções. Para a empresa, o custo de oportunidade é restrito ao prémio pago, enquanto os potenciais ganhos não têm limite. Em cada data em que a taxa de referência (como a Euribor) é fixada, essa taxa é comparada com a taxa do *Cap*: se a taxa de referência exceder a taxa do *Cap*, a opção é ativada, e o banco paga à empresa a diferença entre as duas taxas na data do pagamento dos juros. Caso a taxa de referência seja igual ou inferior à taxa do *Cap*, a opção não é ativada, permitindo que a empresa aproveite as reduções nas taxas de juro.

O Floor

Segundo Brigo e Mercurio (2001), o *Floor* é um instrumento financeiro que, embora similar ao *Cap*, possui uma abordagem inversa. Ele serve como um mecanismo de proteção

contra o risco de taxa de juro, destinado a aplicações com taxas variáveis. Ao adquirir um *Floor*, o comprador paga um prémio na data de assinatura do contrato, o que lhe permite estabelecer um limite inferior para flutuações do indexante (taxa de referência), garantindo assim uma remuneração mínima. Além disso, a empresa que adquire o *Floor* pode se beneficiar de possíveis aumentos na taxa de referência que superem a taxa garantida pelo *Floor* durante o período do contrato. Este instrumento é particularmente eficaz para proteger contra quedas nas taxas de juro, limitando-as a um certo nível, ao mesmo tempo em que possibilita que a empresa se beneficie de aumentos futuros. O custo de oportunidade para a empresa é restrito ao prémio pago, enquanto os potenciais ganhos são ilimitados. Em cada data de fixação da taxa de referência (como a Euribor), a taxa é comparada com a taxa do *Floor*: se a taxa de referência for inferior à do *Floor*, a opção é ativada e o banco pagará à empresa a diferença entre as duas taxas na data do pagamento dos juros. Se a taxa de referência estiver acima do *Floor*, a opção não será acionada, permitindo à empresa aproveitar a subida nas taxas de juro.

O Collar

Segundo J. C. Hull (2003), para proteger um financiamento ou uma aplicação financeira, é possível combinar a venda de um *Floor* com a compra de um *Cap*, criando um *Collar*. Esta estratégia pode reduzir ou até eliminar o prémio que seria pago se os instrumentos fossem contratados separadamente. O *Collar* é um contrato financeiro que gere o risco da taxa de juro, resultante da combinação de duas opções (o *Cap* e o *Floor*), que possuem as mesmas características em termos de montante, taxa de referência e prazo. Neste sentido, uma das opções é adquirida, enquanto a outra é vendida ao banco. Essa abordagem permite estabelecer um intervalo de variação para o indexante variável (como a Euribor) durante a vigência do contrato, com o benefício de minimizar ou eliminar os custos de cobertura do risco da taxa de juro. Num empréstimo, se a taxa de referência ultrapassar o limite máximo definido, o banco paga à empresa a diferença; caso a taxa caia abaixo do limite mínimo, é a empresa que deve pagar a diferença ao banco. Desta forma, o custo do financiamento permanece dentro do intervalo estipulado. No caso das aplicações financeiras, a dinâmica funciona de forma inversa.

Capítulo II: ESTUDO DE CASO

2.1 Objetivos e Metodologia

O objetivo deste trabalho de investigação é identificar como uma empresa do setor da indústria pecuária com atividade em Portugal, pelo grande volume de exportações que tem neste momento, está exposta aos riscos da internacionalização e como deve atuar para

diminuir esses mesmos riscos. Para concretizar este objetivo, o estudo empírico vai basear-se nas seguintes etapas:

- Caracterização da empresa e da sua evolução económica e financeira recente;
- Apresentação da sua atividade internacional com especial enfoque na exportação pecuária;
- Identificação dos principais riscos do comércio internacional a que a empresa está sujeita, considerando as tipologias identificadas no enquadramento teórico: riscos de crédito, cambial e da taxa de juros;
- Definição de uma proposta de modelo para a gestão do risco no comércio internacional.

Este estudo de caso centra-se numa abordagem metodológica da investigação que é particularmente adequada quando estamos a tentar compreender, investigar ou descrever acontecimentos e contextos complicados em que todos estamos simultaneamente envolvidos.

Este estudo baseia-se numa empresa portuguesa cuja principal atividade é a indústria pecuária. A escolha desta organização deve-se à relevância da exportação no crescimento do seu negócio, o que a expõe a vários riscos no contexto internacional. Adicionalmente, a facilidade de acesso às informações necessárias para a pesquisa foi um fator determinante, já que a mestranda integra a equipa de colaboradores da referida empresa.

Os dados a analisar são referentes às demonstrações financeiras da empresa, bem como a documentos internos no período compreendido entre 2020 e 2023, inclusive. O período escolhido para a realização do estudo deve-se ao facto da empresa ter começado a exportar animais vivos em 2020, incrementado bastante o seu volume de negócios e a exposição ao risco no comércio internacional, sendo por isso, um estudo de caso interessante para avaliar a aplicação de técnicas de cobertura caracterizadas no enquadramento teórico.

No processo de recolha de dados, para além do acesso a dados secundários constantes nos relatórios e contas e em documentos internos, irá ser realizada uma entrevista ao diretor geral, por forma a confirmar a informação obtida na diversa documentação.

Assim, espera-se que a utilização de diferentes fontes de informação constitua uma forma de triangulação dos dados, contribuindo para o alcance de resultados de investigação mais robustos.

2.2 Empresa Estudada

2.2.1 Caracterização da Empresa e da sua Evolução Económica e Financeira Recente

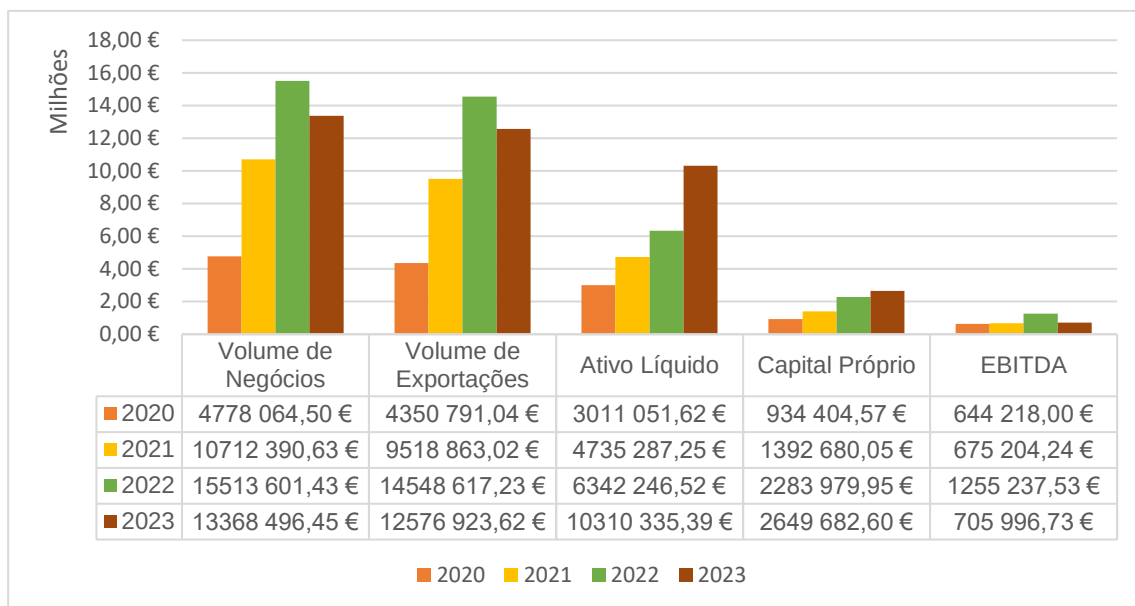
A Sociedade Agro-Pecuária da Herdade do Gavião e Anexas S.A. (SAPHGA), fundada em 1995 e sediada em São Manços, no distrito de Évora, Portugal, destaca-se como uma empresa de referência no setor pecuário. Especializada na criação e engorda de bovinos e ovinos, a empresa destina-se aos mercados nacional e internacional, mantendo o compromisso com padrões rigorosos de bem-estar animal, onde é empresa certificada, que englobam cuidados adequados de nutrição e o cumprimento das normas internacionais de produção de carne.

A SAPHGA diferencia-se no mercado por diversas características que fortalecem a sua vantagem competitiva. O compromisso com o bem-estar animal, aliado a um rigoroso controlo de qualidade, assegura a criação de produtos pecuários de elevada qualidade. A empresa foca-se na expansão das suas operações, com planos de aumento da capacidade produtiva para atender à crescente procura de mercados externos e explorar novas oportunidades de diversificação.

Nos últimos anos, como demonstra a Figura 1, a SAPHGA obteve um desempenho financeiro robusto, refletido no crescimento expressivo dos seus ativos e do EBITDA, indicadores da estabilidade e da sustentabilidade financeira da empresa. Entre 2020 e 2023, o ativo líquido da empresa passou de 3 milhões para cerca de 11,24 milhões de euros, representando uma expansão significativa dos seus recursos e capacidade de investimento. O Capital Próprio também aumentou, de 834 mil euros em 2020 para aproximadamente 2,81 milhões de euros em 2023, demonstrando uma base financeira sólida e em crescimento (IES, 2020, 2021, 2022, 2023).

O EBITDA passou de 644 mil euros em 2020 para aproximadamente 996 mil euros em 2023. Embora a percentagem de EBITDA tenha variado ao longo deste período (entre 13,5% e 7,22% em 2023), a empresa manteve uma trajetória positiva e um crescimento gradual do EBITDA nominal. Esse desempenho traduz o sucesso das suas operações e o alinhamento das suas estratégias de mercado.

Figura 1: Evolução da Empresa



Fonte: (IES, 2020, 2021, 2022, 2023)

O potencial de expansão da SAPHGA abrange mercados em crescimento, como Marrocos e Israel, onde já identifica oportunidades. No entanto, a presença de concorrentes locais estabelecidos exige estratégias de diferenciação e preços competitivos, além de um esforço constante de adaptação às dinâmicas políticas e económicas destas regiões, as quais podem afetar o comércio e a confiança dos consumidores. A empresa reconhece a importância de uma abordagem flexível que ajuste o portfólio de produtos às especificidades culturais e económicas de cada mercado-alvo.

Adicionalmente, SAPHGA tem como objetivo expandir a sua atuação para a Argélia e o Líbano, mercados com uma procura crescente por produtos pecuários. A estratégia envolve o estabelecimento de uma presença sólida, visando tornar-se um fornecedor confiável na região. Aposta nestes mercados permite à empresa aproveitar o crescimento demográfico e a abertura de novas oportunidades de exportação, servindo como uma porta de entrada para outras nações do Norte de África e do Mediterrâneo.

O cenário complexo do comércio global exige que a SAPHGA monitorize fatores críticos, como flutuações económicas e potenciais barreiras sanitárias, que podem impactar o fluxo normal de operações. A capacidade de adaptação e a resiliência diante de desafios externos destacam-se como pilares estratégicos para sustentar o crescimento e garantir a continuidade do negócio em mercados voláteis e altamente competitivos.

Desta forma, a Sociedade Agro-Pecuária da Herdade do Gavião e Anexas S.A. demonstra um sólido comprometimento com a excelência e a inovação no setor pecuário,

orientada para se posicionar como uma referência de qualidade e confiança, tanto no mercado português quanto no cenário internacional.

2.2.2 Apresentação da sua Atividade Internacional com especial enfoque na Exportação Pecuária

A produção mundial de carne tem crescido de forma constante, impulsionando transformações significativas no setor agropecuário. Esse aumento resultou na reestruturação das explorações agrícolas, no crescimento do abate de animais e na ampliação da oferta global, com impactos distintos nos preços entre países. Paralelamente, os mercados têm mostrado sinais de estabilização e recuperação, enquanto o consumo global de carne continua a crescer, proporcionando perspectivas otimistas para o setor. No âmbito do comércio internacional, o fortalecimento das exportações pecuárias tem sido evidente, especialmente nas exportações de animais vivos. Desde 2014, as exportações para Países Terceiros têm superado as destinadas à União Europeia, destacando mudanças significativas nos fluxos comerciais globais (GPP e GOV, 2020).

O aumento do consumo *per capita*, o crescimento económico e a urbanização, sobretudo em países em desenvolvimento, têm contribuído para uma maior procura global por alimentos. Essas tendências socioeconómicas têm alterado os padrões alimentares, impulsionando o consumo de produtos pecuários e exercendo novas pressões sobre as infraestruturas do setor pecuário (Negeri e Ji, 2023). Apesar de a maioria dos produtos pecuários ser consumida localmente, a crescente abertura ao comércio permitiu que alguns países se especializassem na exportação desses produtos, beneficiando-se da internacionalização das cadeias de abastecimento.

A internacionalização, no entanto, apresenta desafios e riscos substanciais para as empresas. Segundo Simões (1997), a progressão nesse processo deve ser estratégica e gradual, passando por etapas que minimizem os riscos e permitam a aquisição de conhecimentos sobre mercados externos.

Modelos clássicos, como o de Johanson e Vahlne (1977), destacam que o desenvolvimento internacional é frequentemente limitado pela falta de conhecimento e que este é adquirido incrementalmente através de operações do exterior. Estratégias de cobertura financeira, como o uso de derivados cambiais (*forwards*, opções, *swaps*), ajudam a mitigar riscos associados à volatilidade das moedas, enquanto a cobertura operacional pode reduzir a necessidade de mecanismos financeiros em empresas que equilibram receitas e custos em moeda estrangeira (Clark e Judge, 2009; Kuzmina e Kuznetsova, 2018).

Neste contexto, a Sociedade Agro-Pecuária da Herdade do Gavião e Anexas S.A (SAPHGA) apresenta um nível de internacionalização avançado e estratégico, refletido na sua ampla presença em mercados estrangeiros para a comercialização de bovinos e ovinos. A empresa tem se posicionado de forma sólida em diversos países, com destaque para Israel, Marrocos, Espanha e Bélgica, o que demonstra uma estratégia de expansão para diferentes regiões e segmentos de mercado.

A SAPHGA tem Israel como seu principal mercado para ambos os tipos de gado, sendo especialmente significativa a exportação de ovinos. O país representou o maior volume de exportações ao longo dos anos, com uma trajetória marcante de crescimento entre 2020 e 2022. Em 2021, o volume de ovinos exportados para Israel atingiu o seu pico, com mais de 51 mil cabeças e um valor total de aproximadamente 7,12 milhões de euros. Este aumento é indicador da alta procura no mercado israelense e da capacidade da empresa em adaptar-se às exigências desse mercado.

A entrada de Marrocos como destino de exportação revela a estratégia da empresa em diversificar as suas operações. Essa diversificação é essencial para reduzir a dependência de um único mercado, especialmente dada a volatilidade e a natureza variável do comércio internacional. Marrocos mostrou um crescimento substancial, representando, em 2023, receitas de cerca de 1,82 milhões de euros em ovinos e 329 mil euros em bovinos. Essa expansão na presença geográfica reforça a posição da empresa e alinha-se com o objetivo estratégico de crescimento sustentável em mercados emergentes.

Outros mercados europeus, como a Espanha e a Bélgica, complementam o portfólio internacional da empresa, embora com uma participação relativamente menor em volume e valor total de exportações. Esses mercados indicam uma segmentação geográfica que, embora menor, pode oferecer estabilidade e oportunidades de expansão para a empresa, especialmente num contexto europeu que preza pela qualidade e pelo rigor no bem-estar animal.

O aumento do volume e do valor das exportações ao longo dos anos evidencia o fortalecimento da SAPHGA no cenário internacional. Em termos de exportação de bovinos, por exemplo, o total de animais exportados subiu de 1.555 cabeças em 2021 para 7.105 em 2023, acompanhado por um crescimento expressivo na receita, que passou de cerca de 1,45 milhões de euros para 7,63 milhões de euros.

A exportação de ovinos seguiu uma tendência semelhante, embora com algumas oscilações. O pico em 2021, com mais de 51 mil ovinos exportados, rendeu uma receita superior a 7 milhões de euros. No entanto, uma queda foi registada em 2023, quando o total de exportações para Israel caiu para 17.793 cabeças. Ainda assim, o mercado de ovinos

continua a ser uma importante fonte de receita, contribuindo com um valor total de 5,37 milhões de euros em 2023, o que reflete a resiliência da empresa frente às variações da procura e às condições de mercado em Israel.

Quadro 1: Histórico de Exporta

Bovinos	2 020		2 021		2 022		2 023	
	Total de Animais	Valor Total	Total de Animais	Valor Total	Total de Animais	Valor Total	Total de Animais	Valor Total
Israel			1 371	1 244 565,50 €	5 879	6 506 660,57 €	6 680	7 127 142,04 €
Marrocos							304	329 720,77 €
Espanha			184	201 074,66 €	107	105 413,34 €	121	178 730,59 €
Bélgica	42	37 508,35 €						
Total	42	37 508,35 €	1 555	1 445 640,16 €	5 986	6 612 073,91 €	7 105	7 635 593,40 €
Ovinos	Total de Animais	Valor Total	Total de Animais	Valor Total	Total de Animais	Valor Total	Total de Animais	Valor Total
Israel	32 208	4 131 113,64 €	51 929	7 119 900,90 €	37 209	7 877 167,46 €	17 793	3 551 787,30 €
Marrocos							11 794	1 819 453,51 €
Espanha								
Bélgica								
Total	32 208	4 131 113,64 €	51 929	7 119 900,90 €	37 209	7 877 167,46 €	29 587	5 371 240,81 €
Total	32 250	4 168 621,99 €	53 484	8 565 541,06 €	43 195	14 489 241,37 €	36 692	13 006 834,21 €

Fonte: Elaboração Própria

A estratégia de internacionalização da SAPHGA adapta-se a fatores económicos, culturais e políticos dos mercados onde atua. A dependência do mercado israelense, especialmente para a exportação de ovinos, representa uma oportunidade e, simultaneamente, um risco, uma vez que as incertezas geopolíticas e regulamentações podem afetar o comércio e a estabilidade das receitas. Para diminuir esses riscos, a empresa adota uma política de diversificação, incluindo a expansão para mercados alternativos no Norte da África, como Marrocos, e potencialmente outros países da região do Mediterrâneo.

Essa diversificação representa uma estratégia de redução de risco que pode garantir a estabilidade financeira e reduzir a exposição da empresa às flutuações de um único mercado. A SAPHGA pretende, com isso, ampliar as suas operações e criar um portfólio de exportação robusto e flexível. Além disso, a empresa prepara-se para atender as exigências culturais e regulamentares de cada mercado-alvo, adaptando o portfólio de produtos para responder a necessidades específicas de consumo e padrões de qualidade.

O nível de internacionalização da Sociedade Agro-Pecuária da Herdade do Gavião e Anexas S.A. é elevado e orientado para o crescimento estratégico. A empresa tem demonstrado capacidade de se adaptar a mercados diversos, como os de Israel e Marrocos, além de explorar oportunidades em países europeus. A capacidade de expansão é evidenciada pelo aumento consistente no volume e valor das exportações de bovinos e ovinos, indicando uma trajetória de crescimento e uma posição consolidada no mercado

internacional. A estratégia de diversificação e adaptação da empresa coloca-a numa posição vantajosa para enfrentar desafios externos e fortalecer a sua presença global, sempre em alinhamento com as particularidades de cada mercado e as oportunidades de crescimento sustentado, uma vez que cada país apresenta dimensões de mercados e ritmos de evolução económica bastante diferentes.

Quadro 2: Comércio Internacional de Bens: Exportações por País

COMÉRCIO INTERNACIONAL DE BENS: EXPORTAÇÕES POR PAÍS			
Unidade: Milhares de euros			
Mercados	2019	2020	2021
BE Bélgica	1 370 247	1 231 151	1 595 865
ES Espanha	14 811 173	13 636 222	17 016 141
IL Israel	228 821	274 930	347 580
LB Líbano	30 320	17 453	20 188
MA Marrocos	715 684	626 095	867 933
Possíveis Mercados	2019	2020	2021
DZ Argélia	214 045	159 926	204 007
LB Líbano	30 320	17 453	20 188

Fonte: [Portal do INE](#)

Para além disso, nos últimos anos, os dados do comércio internacional de bens confirmam a tendência de crescimento da empresa, dando destaque a um aumento significativo nas exportações para os mercados externos. Este forte desempenho reflete o compromisso da SAPHGA em adotar práticas de gestão de acordo com as exigências internacionais e inovar constantemente para manter a competitividade.

Quadro 3: Comércio Internacional de Bens: Exportações por Secção

COMÉRCIO INTERNACIONAL DE BENS: EXPORTAÇÕES POR SECÇÃO E CAPÍTULO DA NOMENCLATURA COMBINADA (NC)			
Unidade: Milhares de euros			
DESIGNAÇÃO SECÇÃO/CAPÍTULO DA NOMENCLATURA COMBINADA (NC)	2 019	2020	2021
Animais vivos	208 072	253 043	286 763

Fonte: [Portal do INE](#)

Quadro 4: Comércio Internacional de Bens: Saldo da Balança Comercial por Secção

COMÉRCIO INTERNACIONAL DE BENS: SALDO DA BALANÇA COMERCIAL POR SECÇÃO E CAPÍTULO DA NOMENCLATURA COMBINADA (NC)			
Unidade: Milhares de euros			
DESIGNAÇÃO SECÇÃO/CAPÍTULO DA NOMENCLATURA COMBINADA (NC)	2019	2020	2021
Animais vivos	6 396	58 790	101 362

Fonte: [Portal do INE](#)

2.2.3 Identificação dos Principais Riscos do Comércio Internacional a que a Empresa está sujeita

A Sociedade Agro-Pecuária da Herdade do Gavião e Anexas S.A, demonstra uma significativa orientação internacional nas suas operações. A empresa tem expandido a exportação de bovinos e ovinos, inicialmente para países da Europa, como Bélgica e Espanha, e, posteriormente, para regiões estratégicas do Oriente Médio e Norte de África, como Israel e Marrocos. Em anos recentes, Israel destacou-se como principal mercado, responsável pela maior parte das exportações tanto em volume de animais quanto em valor financeiro. Marrocos e Argélia emergem como potenciais mercados, refletindo a estratégia da empresa de diversificar geograficamente e capitalizar o crescimento populacional e a procura crescente por produtos pecuários de qualidade na região do Mediterrâneo e Norte de África.

Assim, a SAPHGA opera em mercados internacionais desafiantes, particularmente no Norte de África e no Médio Oriente, onde um conjunto de riscos pode ter um impacto significativo nas suas operações e no seu desempenho financeiro. Estes riscos estão relacionados tanto com as condições políticas e regulamentares nos países de destino, como com a dinâmica económica e financeira global.

Um dos principais desafios é o risco do país, especialmente em regiões com um historial de instabilidade política, como o Norte de África e o Médio Oriente. Os conflitos armados ou as tensões geopolíticas nestas regiões podem perturbar as cadeias de abastecimento, dificultar as operações logísticas e limitar o acesso aos mercados locais. Além disso, alterações nos regimes ou nas políticas governamentais podem resultar no surgimento de novas barreiras comerciais, tais como direitos aduaneiros adicionais, sanções ou restrições.

Nos mercados de Marrocos e Argélia, a empresa pode enfrentar desafios específicos relacionados com requisitos sanitários rigorosos. Estes países exigem certificações e cumprimento de normas de saúde animal e segurança alimentar, que, se não forem respeitadas, podem impedir as exportações. Isso exige que a empresa invista continuamente em vacinas e análises para atender a esses requisitos.

Para simplificar as operações internacionais, a empresa optou por realizar todas as suas vendas exclusivamente em euros, decisão que apresenta tanto vantagens quanto desafios. A denominação em euros permite maior estabilidade no plano financeiro, especialmente no que se refere à previsibilidade de receitas e à redução de riscos de conversão direta noutras moedas. Em tempos de valorização do euro, essa estrutura protege a empresa contra a depreciação de moedas estrangeiras nos mercados de destino, reduzindo o impacto de volatilidades que poderiam comprometer os rendimentos quando convertidos

para moeda local. Essa abordagem também facilita a gestão financeira interna da empresa, uma vez que elimina a necessidade de ajustes cambiais contínuos.

No entanto, essa escolha apresenta desvantagens no que diz respeito às competitividades da SAPHGA nos mercados externos. A venda exclusiva em euros implica que clientes internacionais precisam lidar com os riscos de conversão cambial, o que pode elevar o custo final dos produtos para os compradores. Caso o shekel israelense ou o dirham marroquino, por exemplo, desvalorizem frente ao euro, o custo efetivo para os importadores aumentará, impactando o poder de compra dos clientes e possivelmente diminuindo a procura. Tal cenário pode levar a dificuldades em expandir a presença em mercados competitivos e até mesmo a atrasos nos pagamentos, prejudicando os fluxos de caixa da empresa, incrementando igualmente o risco de crédito.

Deste modo, do ponto de vista financeiro, a empresa opta por não utilizar as moedas nacionais dos mercados alvo, o que elimina o risco de conversão cambial. No entanto, o risco de transação e o risco económico persistem, uma vez que, tal como acima referido, as flutuações nas taxas de câmbio da moeda local podem reduzir o poder de compra dos clientes, afetando os fluxos de vendas e exigindo ajustes nos preços de exportação. Embora a faturação apenas em euros ofereça alguma estabilidade, esta prática pode tornar os produtos menos acessíveis em mercados onde as moedas locais sofrem uma depreciação significativa, o que tem impacto na concorrência.

O risco de crédito é outro ponto crítico, especialmente para o perfil financeiro dos clientes internacionais. Muitos possuem menor conhecimento ou estrutura para gerir operações comerciais complexas, o que aumenta o risco de fracasso. Para mitigar esse risco é essencial criar contratos sólidos, implementar sistemas de garantia financeira e adotar práticas rigorosas de análise de crédito.

Por fim, o risco de taxa de juro afeta diretamente a empresa, que utiliza financiamentos para sustentar as suas operações em mercados internacionais. Essa questão foi particularmente relevante em 2023, quando aconteceu o fecho temporário do mercado de Israel que exigiu à empresa a utilização de operações financeiras para equilibrar fluxos de caixa. O aumento das taxas de juros pode encarecer esses financiamentos, restringindo a capacidade de expansão e tornando ainda mais desafiadora a gestão de recursos em tempos de incerteza.

Perante este cenário, a SAPHGA precisa adotar uma abordagem integrada de gestão de riscos, que inclua diversificação de mercados, adaptação às regulamentações locais, estratégias cambiais adequadas e maior sofisticação na análise e mitigação de riscos

financeiros. Essas ações são fundamentais para garantir a resiliência da empresa em mercados internacionais complexos e fortalecer a sua competitividade global.

2.2.4 Definição de uma Proposta de Modelo para a Gestão do Risco no Comércio Internacional

A gestão eficaz de riscos no comércio internacional é essencial para garantir a sustentabilidade e o crescimento das operações da SAPHGA nos mercados globais. Diante das especificidades dos mercados em que opera e da crescente complexidade das transações comerciais, propõe-se um modelo integrado de gestão de riscos com base nos seguintes pilares:

A diversificação dos mercados é essencial para reduzir a dependência de regiões específicas, mitigando riscos associados a flutuações económicas e políticas. A SAPHGA já atua e pretende entrar em mercados variados, como Israel, Espanha, Marrocos e Argélia, cada um com características únicas:

- Argélia: Quarta maior economia africana, com 47.02 milhões de habitantes e um PIB *per capita* de 4490 USD (2023). O crescimento populacional e a procura por alimentos tornam o país um mercado atrativo, embora a instabilidade política e os requisitos sanitários representem desafios (AICEP, 2024).
- Espanha: A 15ª maior economia global e a 4ª da União Europeia, com um PIB *per capita* de 33.274 USD (2023). A estabilidade económica e as relações comerciais sólidas com Portugal tornam o mercado espanhol um parceiro estratégico (AICEP, 2024).
- Israel: Um mercado menor, com 9.6 milhões de habitantes, mas com um elevado PIB *per capita* de 54.967 USD (2022), representando uma oportunidade para produtos de alto valor agregado (AICEP, 2024).
- Marrocos: Com 37.8 milhões de habitantes e um PIB *per capita* em ascensão, Marrocos apresenta maior estabilidade política e económica em comparação com outros países do Norte de África. O seu crescimento real do PIB aumentou para 3.3% em 2023, reforçando o seu potencial (AICEP, 2024).

A diversificação para mercados com ciclos económicos diferentes e taxas de crescimento variadas ajuda a equilibrar períodos de retração económica em algumas regiões com oportunidades de expansão em outras. Além disso, essa diversificação pode permitir que a empresa adquira produtos que pode necessitar, tais como rações, a preços mais competitivos em mercados externos, reduzindo os custos operacionais.

Ao nível do risco cambial, a SAPHGA pode adotar técnicas internas para mitigar os riscos de forma proativa, tais como:

- Inclusão de cláusulas contratuais que ajustem os preços em função de variações cambiais para proteger as margens de lucro e a competitividade junto dos clientes;
- Diminuição dos prazos de recebimento, reduzindo a exposição ao risco financeiro prolongado e a eventuais oscilações cambiais desfavoráveis;
- Negociação em moedas locais, embora atualmente todas as transações sejam realizadas em euros, trabalhar com moedas locais nos mercados selecionados podia atrair novos clientes em virtude de ficarem menos expostos a eventuais valorizações do euro;
- Caso opte pela realização de vendas em moeda estrangeira, poderá efetuar o *hedge* natural através de operações de compensação, que se baseiam no alinhamento entre receitas e despesas na mesma moeda. Esta prática reduz a exposição a variações cambiais, pois equilibra entradas e saídas na mesma taxa de câmbio, proporcionando maior estabilidade nas transações internacionais. Para a empresa, uma aplicação prática dessa estratégia seria negociar contratos com fornecedores ou obter financiamentos diretamente na moeda dos países de destino, como o Dirham marroquino ou o Shekel israelense. Essa abordagem iria permitir diminuir o impacto de flutuações cambiais adversas, assegurando resultados e fluxos de caixa, mais previsíveis.

Ainda no que diz respeito às operações em moeda estrangeira, nos casos em que não seja possível aplicar técnicas internas de cobertura do risco, a empresa poderá utilizar instrumentos como a fixação dos câmbios (utilização dos câmbios *forward*) e as opções cambiais, ambos disponíveis no mercado português. Por exemplo, ao negociar em *dirhams* ou *shekels*, a fixação de câmbios ou a aquisição de opções cambiais permitem fixar uma taxa mínima de conversão, protegendo a empresa contra as depreciações cambiais e garantindo maior previsibilidade de receitas.

Ao nível do risco de crédito, a utilização das cartas de crédito (créditos documentários) é recomendada para minimizar o risco em mercados com menor estabilidade financeira. Por exemplo, para uma exportação de 500.000 euros, uma carta de crédito com uma comissão de 2% (10.000 euros) garante o pagamento à SAPHGA desde que as condições acordadas sejam cumpridas, protegendo o fluxo de caixa (CGD, 2024).

Finalmente, dado que a empresa utiliza financiamentos para as suas operações, o risco de taxas de juro variáveis pode impactar os resultados através do incremento dos custos financeiros. O uso de *CAPs* oferece proteção ao limitar os custos financeiros em momentos de alta das taxas de mercado. Num financiamento de 1 milhão de euros, um *CAP* que limite

a taxa a 3% custa cerca de 2% (20.000 euros), garantindo que a empresa não pague mais do que esse limite, enquanto se beneficia de taxas abaixo desse nível (CGD, 2024).

A implementação desse modelo de gestão integrada de riscos permitirá à SAPHGA operar com maior segurança nos mercados internacionais. A diversificação geográfica e o uso estratégico de técnicas internas e produtos financeiros poderão ajudar a mitigar riscos cambiais, de crédito e de juros, promovendo estabilidade financeira e sustentabilidade operacional. Ao mesmo tempo, essas medidas posicionam a empresa para capturar oportunidades de crescimento em mercados dinâmicos e diversificados, solidificando a sua posição como uma referência no comércio internacional de produtos pecuários.

Capítulo III: Conclusões

Com este estudo, reforça-se a importância do comércio internacional como um motor de crescimento económico e competitividade, especialmente para empresas do setor pecuário, como a Sociedade Agro-Pecuária da Herdade do Gavião e Anexas S.A. A internacionalização oferece oportunidades de acesso a mercados diversificados, mas também expõe as empresas a riscos significativos que precisam ser cuidadosamente geridos. Neste contexto, estratégias eficazes são fundamentais para garantir que os benefícios do comércio global superem os desafios impostos pelas flutuações dos mercados internacionais.

Os riscos associados ao comércio internacional, particularmente os cambiais, de crédito e de taxa de juro, têm um impacto direto na estabilidade financeira e operacional das empresas. No caso de exportação pecuária, a volatilidade cambial é um desafio preponderante, exigindo uma gestão ativa e integrada. Além disso, os riscos de crédito, especialmente em negociações com clientes internacionais, e as variações das taxas de juro, que afetam o custo do capital, são elementos cruciais que influenciam a viabilidade e sustentabilidade dos negócios.

Para enfrentar esses desafios, o estudo reforça a necessidade de adotar uma gestão integrada de riscos, com práticas financeiras flexíveis e a utilização de técnicas sofisticadas, como opções cambiais, contratos *forward* e *swaps*. Estas ferramentas permitem às empresas proteger-se contra as incertezas cambiais, ao estabilizar fluxos de caixa e garantir margens de lucro mais previsíveis. Complementarmente, estratégias como a diversificação de mercados e a inserção em novos contextos geográficos podem reduzir a dependência de regiões específicas, aumentando a resiliência e a estabilidade financeira.

A análise da SAPHGA sublinha ainda a importância de estratégias complementares na diminuição de riscos. A definição de prazos de pagamento mais curtos e o uso de cláusulas

contratuais que assegurem margens de lucro são medidas cruciais para proteger a empresa de variações cambiais e atrasos de pagamento. Além disso, instrumentos financeiros como cartas de crédito e *CAPs* oferecem uma proteção adicional contra riscos de crédito e de taxa de juro, ao garantir maior competitividades e viabilidade nos mercados diversificados.

Apesar das contribuições deste estudo, existiu limitações a considerar. A análise baseou-se numa única empresa e setor, o que restringe a generalização dos resultados. Neste contexto, deixo como sugestão, que investigações futuras explorem comparações entre diferentes setores e a implementação de tecnologias digitais para prever e diminuir riscos de forma mais eficiente. Além disso, o impacto de novos instrumentos financeiros e estratégias inovadoras poderia ser analisado em contextos mais amplos.

Em síntese, este estudo oferece uma visão aprofundada sobre a relação entre gestão de riscos e desempenho no comércio internacional. Espera-se que os resultados auxiliem tanto os profissionais do setor quanto investidores na adoção de estratégias que promovam a sustentabilidade e o crescimento de empresas exportadoras, como a SAPHGA, num mercado global cada vez mais dinâmico e desafiante.

Referências Bibliográficas

- Abor, J. (2005). Managing foreign exchange risk among Ghanaian firms. *The Journal of Risk Finance*, 6(4), 306–318.
- AICEP. (2024). AICEP. estimativa 2023, 1–24.
<https://myaicep.portugalexporta.com/mercados-internacionais>
- Altman, E. I., & Saunders, A. (1997). Credit risk measurement: Developments over the last 20 years. *Journal of Banking and Finance*, 21(11–12), 1721–1742.
[https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(97\)00036-8](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(97)00036-8)
- Andreica, C., & Maricescu, D. L. (2011). Foreign direct investment - support for development. *Metalurgia International*, 16(11).
- Athreye, S., & Kapur, S. (2009). Introduction: The internationalization of Chinese and Indian firms - Trends, motivations and strategy. In *Industrial and Corporate Change* (Vol. 18, Issue 2). <https://doi.org/10.1093/icc/dtp007>
- Bai, W., Johanson, M., Oliveira, L., Ratajczak-Mrozek, M., & Francioni, B. (2022). Where business networks and institutions meet: Internationalization decision-making under uncertainty. *Journal of International Management*, 28(1).
<https://doi.org/10.1016/j.intman.2021.100904>
- Banking of foreign economic activity of enterprises on the example of FUIB JSC. (2020). *Social Economics*, 59. <https://doi.org/10.26565/2524-2547-2020-59-12>
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654.
- Booth, G. G., Bessler, W., & Foote, W. G. (1989). Managing interest-rate risk in banking institutions. *European Journal of Operational Research*, 41(3), 302–313.
[https://doi.org/10.1016/0377-2217\(89\)90251-8](https://doi.org/10.1016/0377-2217(89)90251-8)
- Botelho, J. M. M., Maksymova, I., Padalka, O., Mamanazarov, M., & Kulishov, V. (2021). Foreign Direct Investment as a Driver of Economic Recovery and Business Innovation. *SHS Web of Conferences*, 100. <https://doi.org/10.1051/shsconf/202110001015>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de finanças empresariais*. McGraw-hill.
- Briggs, P. (1994). *Principles of International Trade and Payments*. Wiley.
<https://books.google.pt/books?id=XIBwQgAACAAJ>
- Brigo, D., & Mercurio, F. (2001). *Interest rate models: theory and practice* (Vol. 2). Springer.
- Cahen, F., & Borini, F. M. (2020). International Digital Competence. *Journal of International Management*, 26(1). <https://doi.org/10.1016/j.intman.2019.100691>
- Calia, P., & Ferrante, M. R. (2013). How do firms combine different internationalisation

- modes? A multivariate probit approach. *Review of World Economics*, 149(4).
<https://doi.org/10.1007/s10290-013-0162-5>
- Cavazos, R. (2004). Financial Products and Services Occasional Paper Foreign Exchange Risk Management in Microfinance. 1(2).
- Cerceau, J., & Lara, J. (1999). Estratégias de Internacionalização de Empresas: uma abordagem teórica. *EnANPAD*, XXIII, Foz Do Iguaçu, 1–15.
http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_1999/AE/1999_AE23.pdf
- CGD. (2024). *Folheto-Completo-Comissoes-Despesas.pdf*.
- Clark, E., & Judge, A. (2009). Foreign currency derivatives versus foreign currency debt and the hedging premium. *European Financial Management*, 15(3), 606–642.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00431.x>
- Culp, C. L. (2006). *Risk transfer: derivatives in theory and practice*. John Wiley & Sons.
- Dhanani, A. (2004). The management of exchange-rate risk: A case from the manufacturing industry. *Thunderbird International Business Review*, 46(3).
<https://doi.org/10.1002/tie.20011>
- Drew, S. A., & Kendrick, T. (2005). Five pillars of corporate governance.pdf. In *Journal of General Management* (Vol. 31, Issue 2, pp. 19–36).
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., & Moffett, M. H. (2018). *Multinational Business Finance*. Pearson Education. <https://books.google.pt/books?id=lgixCgAAQBAJ>
- Enahoro, D., Bahta, S., Mensah, C., Oloo, S., & Rich, K. M. (2021). Current and future trade in livestock products. *OIE Revue Scientifique et Technique*, 40(2).
<https://doi.org/10.20506/rst.40.2.3232>
- Fabozzi, F. J., & Choudhry, M. (2021). *The handbook of European fixed income securities*. John Wiley & Sons.
- Fabozzi, F. J., & Markowitz, H. M. (2011). *The theory and practice of investment management: Asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies* (Vol. 198). John Wiley & Sons.
- Fabozzi, F. J., Markowitz, H. M., & Gupta, F. (1952). *Portfolio Selection Professor in the Practice of Finance. The Theory and Practice of Investment Management*,.
- Ferguson, S., Henrekson, M., & Johannesson, L. (2021). Getting the facts right on born globals. *Small Business Economics*, 56(1). <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00216-y>
- Ferreira, M. P., & Serra, F. R. (2015). Abordagem Conceitual às Estratégias de Internacionalização sob Pressões Institucionais Duais para Legitimidade e Conformidade. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(4), 440–460.
<https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151377>

- Garcia, M., & Didier, T. (2003). Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 33(2), 253–297.
<http://www.ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/view/92>
- Gitman, L. (1997). *Princípios da Administração Financeira PRO-3362 ENGENHARIA ECONÔMICA & FINANÇAS*.
- Glaum, M. (2005). Foreign-exchange-risk management in German non-financial corporations: An empirical analysis. *Risk Management: Challenge and Opportunity*, 537–556. https://doi.org/10.1007/3-540-26993-2_27
- GPP, & GOV. (2020). *Análise setorial carne de bovino*. 28.
https://www.gpp.pt/images/PEPAC/Anexo_NDICE_ANLISE_SETORIAL_BOVINOS.pdf
- Hitt, M. A., Li, D., & Xu, K. (2016). International strategy: From local to global and beyond. *Journal of World Business*, 51(1). <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2015.08.016>
- Hull, J. C. (2003). Options, Futures, and Other Derivatives: Solutions Manual. In *Asset Pricing* (Vol. 59, Issue 2).
http://ebooks.cambridge.org/ref/id/CBO9781107415324A009%5Cnhttp://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/25246403%5Cnhttp://www.pubmedcentral.nih.gov/articlerender.fcgi?artid=PMC4249520%5Cnhttp://link.springer.com/10.1007/978-1-4419-9230-7_2%5Cnhttp://dx.doi.org/10.
- Hull, J. C. (2015). *Risk Management and Financial Institutions*.
- Hull, J. C., & Basu, S. (2017). *Options, futures, and other derivatives*. Pearson Education India.
- IBGC, I. B. de G. C. (2007). *Guia de orientação para gerenciamento de Riscos Corporativos*. In *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa: Vol. Série de C (Issue 3)*.
<http://www.ibgc.org.br/userfiles/3.pdf>
- IES. (2020). AT. *Informação Empresarial Simplificada de 2020*.
<https://www.portaldasfinancas.gov.pt/pt/home.action>
- IES. (2021). AT. *Informação Empresarial Simplificada de 2021*.
<https://www.portaldasfinancas.gov.pt/pt/home.action>
- IES. (2022). AT. *Informação Empresarial Simplificada de 2022*.
<https://www.portaldasfinancas.gov.pt/pt/home.action>
- IES. (2023). AT. *Informação Empresarial Simplificada de 2023*.
<https://www.portaldasfinancas.gov.pt/pt/home.action>
- Isacsson, B., Kullberg, T., & Lasson, R. (2004). Motives for choosing a currency in international business.
- Jacinto, R. (2015). *Gestão do Risco Cambial Um estudo de Caso*. 74.
- Jerzy, S., & Oleksandr, O. (2022). *International Trade Theories and Decision-Making Areas*

- in the Field of Development Strategy. WSEAS Transactions on Business and Economics, 19, 521–530. <https://doi.org/10.37394/23207.2022.19.47>
- Johanson, J., & Vahlne, J. E. (1977). The Internationalization Process of the Firm—A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1). <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490676>
- Johanson, J., & Wiedersheim-Paul, F. (1975). THE INTERNATIONALIZATION OF THE FIRM — FOUR SWEDISH CASES. *Journal of Management Studies*, 12(3). <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1975.tb00514.x>
- Knight, F. H. (1922). Risk, Uncertainty and Profit. *TLS - The Times Literary Supplement*, 36(5795), 6.
- Knight, G. A., & Cavusgil, S. T. (2004). Innovation, organizational capabilities, and the born-global firm. *Journal of International Business Studies*, 35(2). <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400071>
- Levi, M. D. (2009). *International finance*. Routledge.
- Lopes de Mendonça, A. P., Faustino, H. C., Branco, M. B., & Filipe, J. P. (1998). *Economia financeira internacional*.
- Machado, M. F. (2014). *A Internacionalização das Empresas Portuguesas: A opção pelo Investimento Direto Estrangeiro*. 98. <https://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/8571/1/Tese.pdf>
- Madura, J. (2003). *International Financial Management* South Western Inc. USA.
- Madura, J. (2018). *International Financial Management*.
- Madura, J., Hoque, A., & Krishnamurti, C. (2013). *International financial management*. Cengage AU.
- Martins, A., Cruz, I., Augusto, M., Silva, P. P. da, & Gonçalves, P. G. (2009). *Manual de gestão financeira empresarial*. Coimbra Editora.
- Matos, J. (1992). *Finanças internacionais*. Lisboa: Editorial Presença, 1a Edição
- Meek, G. & Roberts, C. e Gray, S.,(1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US, UK and Continental European Multinational Corporations, *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555–572.
- Medina Giacomozzi, A. (2005). Causas de la internacionalización de la empresa. *Análisis Económico*, XX(45), 49–62.
- Mishkin, F. S. (2016). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson education.
- Moffett, M. H., Stonehill, A. I., & Eiteman, D. K. (2021). *Fundamentals of multinational finance*. Pearson.
- Moosa, I. A., & Bhatti, R. H. (2009). *The theory and empirics of exchange rates*. World

Scientific.

- Morais, A. G. De. (2021). *A Utilização de Técnicas de Gestão do Risco Cambial : Estudo de Caso de uma Empresa Brasileira*.
- Motta, F. C. P. (2006). *Teoria geral da administração*. Pioneira Thomson Learning.
<https://books.google.pt/books?id=QwPSGAAACAAJ>
- Negeri, A., & Ji, Q. (2023). Export knowledge, export commitment and coffee export performance in Ethiopia. *Heliyon*, 9(6). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16403>
- Opreana, A., Vinerean, S., Mihaïu, D. M., Barbu, L., & Șerban, R. A. (2023). Fuzzy Analytic Network Process with Principal Component Analysis to Establish a Bank Performance Model under the Assumption of Country Risk. *Mathematics*, 11(14).
<https://doi.org/10.3390/math11143257>
- Osei, M. J., & Kim, J. (2020). Foreign direct investment and economic growth: Is more financial development better? *Economic Modelling*, 93.
<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.07.009>
- Oyetade, D., & Muzindutsi, P. F. (2023). Country Risk and Financial Stability: A Focus on Commercial Banks in Africa. *Risks*, 11(11). <https://doi.org/10.3390/risks11110198>
- Padilha, A. G. (2018). *O direito regulatório internacional e a obrigação de compensar e liquidar derivativos de balcão por meio de contraparte central : da uniformização internacional à harmonização local no mercado financeiro global*.
- Peynot, D. (1986). *Gestion financière internationale des entreprises*. FeniXX.
- Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M., & Vieira, E. (2011). *Risco Financeiro*. Edições Sílabo.
- Porfírio, J. A. F., & Franco, S. (2003). *Gestão financeira internacional: compêndio*.
- Rafael, B. (2011). *A gestão do risco cambial*.
http://comum.rcaap.pt/bitstream/123456789/4554/1/bruno_tese_mestrado.pdf
- Rodrigues, P. (2015). *Internacionalização, Mercado Cambial e a Gestão de Risco: Estudo de Caso de uma Sociedade sujeita ao Risco Cambial*. 128.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Lamb, R. (1995). *Administração financeira*. AMGH Editora.
- Saliba, C., Farmanesh, P., & Athari, S. A. (2023). Does country risk impact the banking sectors' non-performing loans? Evidence from BRICS emerging economies. *Financial Innovation*, 9(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-023-00494-2>
- Santangelo, G. D., & Meyer, K. E. (2017). Internationalization as an evolutionary process. *Journal of International Business Studies*, 48(9). <https://doi.org/10.1057/s41267-017-0119-3>
- Santos, V., Augusto, T., Vieira, J., Bacalhau, L., Sousa, B., & Pontes, D. (2022). E-commerce: Issues, opportunities, challenges, and trends. *Promoting Organizational*

Performance Through 5G and Agile Marketing, 224–244. <https://doi.org/10.4018/978-1-6684-5523-4.ch012>

Shapiro, A. C. (1999). *Multinational financial management*. John Wiley & Sons.

Shapiro, A. C., & Hanouna, P. (2019). *Multinational financial management*. John Wiley & Sons.

Simões, C., Esperança, J., & Simões, V. (2013). Horizonte Internacionalizar. In <http://www.portugalglobal.pt/PT/Internacionalizar/Documents/HorizonteInternacionalizarGuiaparaPME.pdf>.

Simões, V. C. (1997). Internacionalização das Empresas Portuguesas: Que papel para a cooperação. *Economia e Prospectiva*, 1(2).

Smith Jr, C. W., Smithson, C. W., & Wilford, D. S. (1989). Managing financial risk. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1(4), 27–48.

Teece, D. J. (2018). Business models and dynamic capabilities. *Long Range Planning*, 51(1). <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2017.06.007>

Teresa, M., & Dore, V. (2015). a Gestão Do Risco Cambial , As Fontes De Risco E As Técnicas De Pagamento : Um Estudo De Caso. 1–15.

Vahlne, J. E., & Johanson, J. (2017). From internationalization to evolution: The Uppsala model at 40 years. In *Journal of International Business Studies* (Vol. 48, Issue 9). <https://doi.org/10.1057/s41267-017-0107-7>

Verbeke, A., & Ciravegna, L. (2018). International entrepreneurship research versus international business research: A false dichotomy? In *Journal of International Business Studies* (Vol. 49, Issue 4). <https://doi.org/10.1057/s41267-018-0154-8>

Vivas, C. I. R., & Sousa, A. J. C. de. (2012). Estratégias de internacionalização - Contextos, formas de atuação, organização e performance das empresas vitivinícolas portuguesas. 1–20. Departamento de Gestão

Wang, E. Z., & Lee, C. C. (2023). Foreign direct investment, income inequality and country risk. *International Journal of Finance and Economics*, 28(3). <https://doi.org/10.1002/ijfe.2542>

Anexo I

Guião de Entrevista ao Diretor da Empresa

1. Poderia apresentar um breve resumo da história e evolução recente da empresa?
2. Quais são os principais mercados internacionais onde a empresa opera?
3. Qual é o país que tem a maior fatia das exportações pecuárias?
4. Quais são para si os principais riscos enfrentados pela empresa no comércio internacional?
5. A empresa já recorre a algumas estratégias para combater esses mesmos riscos?
6. A empresa está recetível a recorrer a estratégias para diminuir os riscos?
7. A empresa planeia expandir para novos mercados? Quais?