

*Instituto Politécnico de Setúbal*



*Escola Superior de Ciências Empresariais*

# **A gestão do risco cambial**

**Um estudo de caso**

Bruno Guerreiro Gomes Rafael

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau  
de

**MESTRE EM Contabilidade e Finanças**

Orientador: Professor Nuno Teixeira

Setúbal, 2011

## Índice Geral

Resumo	VI
Abstract	VII
Introdução	1
Parte I: Revisão de Literatura	2
1. Conceitos e gestão de Risco	2
2. O risco e a estratégia de internacionalização	6
2.1. O risco nas decisões de internacionalização	6
2.2. Os tipos de risco no comércio internacional	8
2.3. Risco Cambial	12
3. A gestão do risco no comércio internacional	15
3.1. Técnicas de pagamento e fontes de financiamento no comércio internacional	15
3.2. Técnicas de cobertura do risco cambial	18
3.3. Técnicas de cobertura do risco da taxa de juro	26
4. Técnicas de gestão do risco disponíveis para as empresas portuguesas	29
4.1. Técnicas de pagamento e formas de financiamento no comércio internacional	30
4.2. Técnicas de gestão do risco cambial	30
4.3. Técnicas de gestão do risco da taxa de juro	32
4.4. Técnicas de gestão do risco e apoios financeiros para a internacionalização em países com economias emergentes	32
5. Técnicas de cobertura do risco mais utilizadas em Portugal	33
Parte II: Estudo empírico	34
6. O estudo de caso	34
6.1. Apresentação da empresa	34
6.2. O nível de internacionalização da actividade	37
7. A exposição ao risco no comércio internacional	42
7.1. Caracterização do risco do país	42

7.2.Caracterização das actividades em moeda estrangeira	44
7.2.1.SINFIC	44
7.2.2. SINFIC Angola	44
7.3.Exposição ao risco cambial	45
7.3.1. SINFIC	45
7.3.2. SINFIC Angola	46
7.4.Diferenças cambiais registadas	46
7.4.1. SINFIC	46
7.4.2. SINFIC Angola	47
7.5.Responsabilidade sobre decisões relativas ao risco cambial e técnicas de cobertura utilizadas	47
7.6.Técnicas de pagamento utilizadas	47
7.6.1. SINFIC	47
7.6.2. SINFIC Angola	48
7.7.Técnicas de cobertura do risco cambial utilizadas	48
7.7.1. SINFIC	48
7.7.2. SINFIC Angola	48
8.Modelo proposto de gestão do risco no comércio internacional	48
8.1. SINFIC	48
8.2. SINFIC Angola	52
8.3.Relações entre as empresas	55
8.4.A diversificação da internacionalização	55
Conclusão	57
Bibliografia	59

## **Índice Quadros**

Quadro nº 1 - Relação entre Risco do País e Risco de Crédito	11
Quadro nº 2 – Tipos de Risco	12
Quadro nº 3 – Técnicas de pagamento e formas de financiamento	30
Quadro nº 4 – Técnicas cobertura do risco cambial	30
Quadro nº 5 – Técnicas cobertura do risco da taxa de juro	32
Quadro nº 6- Análise Económica- SINFIC	40
Quadro nº 7- Análise Financeira- SINFIC	40
Quadro nº 8- Análise Económica- SINFIC Angola	41
Quadro nº 9- Análise Financeira- SINFIC Angola	41
Quadro nº 10- Diferenças Cambiais – Portugal	46
Quadro nº 11- Diferenças Cambiais – Angola	47
Quadro nº 12- Técnicas Sugeridas – SINFIC	52
Quadro nº 13- Mapa de Controlo de operações em moeda estrangeira	53
Quadro nº 14- Técnicas Sugeridas – SINFIC Angola	54
Quadro nº 15- Taxa de crescimento do PIB (%)	56
Quadro nº 16- Correlações entre mercados	56

## **Índice Gráficos**

Gráfico nº 1 – Evolução dos Rendimentos	38
Gráfico nº 2 – Evolução do nº colaboradores	38
Gráfico nº 3 – Evolução dos Resultados	39
Gráfico nº 4 – Evolução do Balanço	39

## Resumo

Uma vez que a globalização dos negócios é um factor cada vez mais importante, este trabalho reflete a importância da gestão do risco nos mercados internacionais, identificando-os, bem como suas técnicas de cobertura. Procurou-se fazer uma ligação entre as técnicas de cobertura do risco e as técnicas de pagamento abordadas pela literatura, com as técnicas à disposição das empresas portuguesas, bem como verificar se estas estão preocupadas com esta problemática e se fazem uma eficaz gestão do risco nos mercados internacionais. Foi também realizado um estudo de caso sobre uma empresa portuguesa que aposta fortemente na internacionalização, apresentando um volume de negócios para fora de Portugal acima dos 70%. Verificou-se que esta empresa apresenta algumas preocupações relativas ao risco, mas que não utiliza instrumentos financeiros para o efeito, sendo que o principal motivo é a não existência destes no seu principal mercado – Angola. Apesar da empresa estar bastante sujeita ao risco cambial, é o risco de crédito o seu principal problema, através dos atrasos nos recebimentos. É, portanto, crucial que a empresa expanda o seu negócio para outros mercados internacionais com baixa correlação com os actuais, evidenciando o efeito de diversificação, com o objectivo de diminuir o risco.

Palavras Chave: globalização, risco, câmbio, crédito, pagamento, diversificação, instrumentos financeiros.

## **Abstract**

Since the globalization of business is an increasingly important factor, this work reflects the importance of risk management in international markets, identifying them as well as the techniques of their coverage. We tried to make a connection between the techniques of hedging and payment techniques discussed in literature with the techniques available to the Portuguese companies, as well as verify that they are concerned about this issue and make an effective risk management in international markets. It also conducted a case study of a Portuguese company that invests heavily in internationalization, with a turnover out of Portugal over 70%. It was found that this company has some concerns about the risk, but that does not use financial instruments for this purpose and the main reason is the lack of these in its flagship brand - Angola. Although the company is very subject to currency risk, credit risk is the main problem, through delays in receipts. It is therefore crucial that the company expand its business to other international markets with low correlation with the current, showing the effects of diversification, with the aim of reducing risk.

Keywords: globalization, risk, foreign exchange, credit, payment, diversification, financial instruments.

## Introdução

No ambiente de globalização onde a actividade empresarial é actualmente exercida, são raras as relações comerciais exclusivas entre organizações do mesmo país, visto que os mercados internacionais são cada vez mais uma referência para a procura de novas oportunidades e parceiros de negócio. Nesse sentido, as relações comerciais a nível internacional são bastante diversificadas, contemplando a simples compra e venda de produtos ou serviços, a compra ou criação de filiais comerciais e produtivas, ou, inclusivamente, as operações financeiras que envolvem fluxos de capital relativos a empréstimos e aplicações.

Por isso, nos dias de hoje o risco está mais presente em qualquer tipo de actividade, sendo muito importante a sua gestão. Por um lado, a internacionalização das empresas para as inúmeras economias emergentes expõe os negócios a riscos inerentes aos países e mercados de destino e à maior complexidade logística das operações; por outro, a constante instabilidade cambial provoca alterações não só no valor das divisas, mas também, nas próprias taxas de juro dos diferentes mercados monetários, incrementando a incerteza relativamente ao valor das receitas e das obrigações com terceiros. Considerando a existência de várias técnicas de cobertura do risco, os responsáveis das organizações devem ser capazes de optar pela sua utilização de forma a maximizarem os lucros e garantirem o seu desenvolvimento sustentado.

Assim, este trabalho de investigação tem como objectivo evidenciar como uma empresa portuguesa com a actividade orientada para os mercados internacionais, poderá utilizar as técnicas de cobertura de risco de modo a otimizar a criação de valor dos seus negócios.

Nesse sentido, a revisão bibliográfica irá incidir sobre os conceitos de risco e da sua gestão, bem como sobre o risco associado à estratégia de internacionalização, dando especial ênfase às fontes de risco no comércio tradicional e à importância das flutuações da taxa de câmbio nos negócios. Abordamos também, a gestão do risco no comércio internacional, referindo as técnicas de pagamento e de cobertura das oscilações das taxas de câmbio e de juro.

De seguida, pretende-se estudar a prática empresarial relativamente às técnicas de gestão do risco, identificando o tipo de oferta das instituições financeiras e as evidências de estudos empíricos sobre a forma como as empresas nacionais realizam a cobertura dos riscos.

Finalmente, através da realização de um estudo de caso numa empresa que se situa actualmente entre as 20 maiores do sector das tecnologias de informação com exportações superiores a 70% do seu volume de negócios, pretendemos observar mais aprofundadamente como é realizada a gestão do risco no contexto empresarial nacional e, em simultâneo, propor um modelo de cobertura do risco de modo a otimizar a criação de valor da sua actividade.

Relativamente à realização do estudo de caso, foi seguida a metodologia sugerida por Barañano (2004), ou seja, para além da consulta de diversos documentos internos, procurou-se triangular a informação através de entrevistas com um administrador e um director financeiro para se ter diferentes perspectivas e opiniões, de forma a minimizar a subjectividade de interpretação dos dados reunidos.

Assim, pretende-se que o modelo proposto e a dinamizar se fundamente na realidade da empresa e esteja interligado com a aplicação das diversas técnicas de gestão do risco.

## **Parte I: Revisão de Literatura**

### **1. Conceitos de Risco e a sua Gestão**

Bernstein (1997) afirma que a ideia revolucionária que define a fronteira entre o presente e o passado é o domínio do risco, ou seja, o futuro não é apenas um capricho dos deuses, não sendo o homem um ser passivo perante a natureza.

O risco é um termo comum que hoje em dia é utilizado no quotidiano de todas as actividades. Este é definido em vários dicionários de língua portuguesa, como a possibilidade de um acontecimento futuro e incerto e/ou perigo ou possibilidade de perigo. Se por um lado, está normalmente associado à possibilidade de perda, para os mais audazes o risco está também associado à possibilidade de ganho.

Segundo Bernstein (1997) o termo tem origem no italiano antigo, *risicare*, ou seja, ousar; opção e não um destino. A capacidade de administrar riscos e a vontade de os correr e fazer opções ousadas são elementos-chave da energia que impulsiona o sistema económico. A capacidade de tomar opções que envolvem risco tem então sempre uma compensação inerente, ou seja, um prémio pelo risco assumido, sendo que os investimentos apenas se tornam interessantes quando o retorno é maior que o próprio investimento mais a tal compensação associada ao risco.

Segundo Groppelli e Nikbakht (1999) risco e retorno são a base para tomadas de decisão racionais e inteligentes no investimento. Gitman (1997) vê o risco como uma possibilidade de prejuízo financeiro ou variabilidade de retornos associada a um activo. Para Ross *et al* (1995) o risco de qualquer investimento é representado pela parcela inesperada do retorno, ou seja, a que resulta de surpresas.

Os termos "risco" e "incerteza" são normalmente utilizados como sinónimos, contudo na teoria da gestão os conceitos são distintos. Segundo Knight (1921), enquanto que o risco ocorre quando o decisor pode estimar objectivamente as probabilidades de ocorrência de um acontecimento, a incerteza já não comporta a possibilidade daquelas estimativas, baseando-se apenas em probabilidades subjectivas. Então, podemos afirmar que a incerteza está ligada à sorte ou acaso, enquanto que o risco pode e deve ser gerido.

Segundo Simões (1997) o processo de internacionalização apresenta bastante risco para os investidores, devendo ser no seu início normalmente dirigido a mercados mais acessíveis e menos exigentes, geograficamente e culturalmente mais próximos e com menor afectação de recursos. Este autor, refere o modelo criado por Johansson e Vahlne (1977) que inclui cinco etapas que deverão ser seguidas de forma a minimizar o risco no processo de internacionalização: exportação ocasional, exportação experimental, exportação regular, filial comercial e filial produtiva. Assim, as

organizações ao passarem faseadamente pelas diversas etapas, permitem que o processo de internacionalização seja realizado de forma sustentada, adquirindo *know-how* e aumentando o risco adjacente ao negócio de forma gradual, o que favorece o desenvolvimento de técnicas de gestão do risco, a maximização do valor e o crescimento da organização.

Segundo Figueiredo e Caggiano (1997), o risco enquanto variável do retorno, está directamente ligado ao resultado das empresas, sendo por isso objecto de estudo. Por não se poder excluir a variável risco, nem estabelecer um valor ideal para as perdas, determinar um intervalo no qual elas podem ser aceites ou o nível de risco ao qual uma instituição se pode expor é um grande passo para a tomada de decisão e, um meio para maximizar o resultado. O autor destaca ainda o papel da globalização que veio ampliar as oportunidades de negócio, mas que por outro lado intensifica a concorrência, provocando queda nas margens. Com isto, é necessário reduzir riscos, otimizar o uso do capital, ser mais transparente, seleccionar melhor os clientes, estar atento a mudanças nos ambientes internos e externos. Estas são as questões-chave na gestão de riscos, para o processo de melhoria da performance das instituições.

Para Duarte *et al* (2001), não só o desenvolvimento tecnológico proporciona uma eficaz gestão de risco, como também é necessário que se estimule, nas instituições, a cultura para a gestão do risco. Essa prática não pode prescindir de alguns elementos fundamentais tais como a cultura corporativa para risco, pessoal qualificado, procedimentos internos e tecnologia. Uma efectiva gestão de risco depende da conjugação desses elementos, o que implica, entre outras coisas, a presença de profissionais tecnicamente e eticamente capazes, dentro de um ambiente com clara definição de responsabilidades, políticas e procedimentos de gestão estruturados e ferramentas de trabalho adequadas. Para os mesmos autores, gerir riscos não significa evitá-los, até porque é tarefa impossível, mas sim, reconhecê-los, tanto no ambiente interno, como no externo, analisá-los, mensurá-los e administrá-los de forma planeada e consciente.

Segundo Smithson (1998), a gestão do risco foi durante alguns anos uma questão um pouco menosprezada, mas a consciência tomada pelos gestores que os custos financeiros elevados estavam a prejudicar as *performances* das empresas, reduzindo resultados e potenciando a não sobrevivência das mesmas, levou a uma preocupação desta temática.

Nessa sequência de ideias, Smithson (1998), refere ainda que a gestão do risco diminui a volatilidade dos *cash flows*, aumentando o seu valor devido à maior protecção a oscilações de taxas de juro, taxas de câmbio e preços de mercadorias. As empresas conseguem então manter o equilíbrio dos *cash flows*, não danificando assim a sua posição competitiva nem deteriorando o seu valor.

Porém, segundo Campbell e Krakaw (1993) apenas na década 80 do século passado houve um crescimento da preocupação com o risco financeiro nos Estados Unidos da América, acontecimento incentivado pela volatilidade dos preços das mercadorias e das taxas de juro e de câmbio. Empresas com grande potencial perdiam diariamente as suas posições competitivas e a sua saúde financeira. Por isso, na opinião dos investigadores, apenas as empresas que souberem gerir muito bem os riscos a que estão expostas sobreviverão, evitando o *downside risk* (risco de

desvalorização) e, em simultâneo, aproveitando as oportunidades que lhes permitam aproveitar o *upside risk* (risco de valorização).

Os mesmos autores identificam ainda cinco fases que normalmente se identificam num processo de decisão face à gestão do risco. São elas:

1. Identificação das fontes de exposição - Necessidade de importação ou exportação, utilização de diversas divisas, volatilidade de preços, taxas de juro e de câmbio, utilização de taxas fixas ou variáveis, intervalos temporais das transacções, etc;
2. Quantificação da exposição - Previsão dos montantes expostos, bem como das taxas de juro e de câmbio e da volatilidade dos preços, analisando o seu impacto sobre os *cash flows*;
3. Escolha da política a adoptar – As exposições ao risco devem ser geridas e podem ser tomadas as seguintes opções:
  - Política de não cobertura - Suportar as variações desfavoráveis, compensando com os ganhos das variações favoráveis, não utilizando qualquer tipo de instrumento de cobertura de risco;
  - Política de cobertura sistemática – Cobrir todas as posições desfavoráveis possíveis, incorrendo com os custos inerentes à cobertura do risco;
  - Política de cobertura selectiva – Cobrir apenas algumas posições, permitindo evitar o risco de futuras perdas mas também beneficiar de alguns possíveis ganhos relativos a variações positivas dos mercados.
4. Avaliação da capacidade de cobertura – Empresas que se sintam pouco confortáveis na utilização de posições de cobertura do risco devem subcontratar serviços especializados e/ou recorrer a um plano de seguros;
5. Escolha dos instrumentos de cobertura – A escolha pode recair sobre instrumentos mais tradicionais ou sobre técnicas mais recentes de cobertura, conforme o perfil do gestor.

Campbell e Krakaw (1993) referem ainda que caso se opte pela cobertura do risco, deve-se avaliá-la posteriormente em forma de relatório, onde se analisa a *performance* da estratégia seguida, apurando os desvios resultantes da comparação entre o esperado e os acontecimentos verificados. Deve-se avaliar, também, as possíveis perdas e ganhos resultantes da não cobertura dos riscos que foram cobertos, com vista a uma melhoria contínua do desempenho. Assim, a cobertura do risco deve ter em conta o aperfeiçoamento das técnicas utilizadas como também a introdução de técnicas mais inovadoras.

Os gestores, afirma Neves (2000), têm comportamentos distintos face ao risco. Estes podem ser avessos ao risco, ponderando-o sempre muito bem, não gostando de se expor a este, aceitando apenas corrê-lo em situações de convicção que a rendibilidade obtida será compensadora; podem ser indiferentes ao risco, não ponderando sequer o risco que correm, estando sempre a mercê de resultados negativos; ou podem ser considerados jogadores, ou seja, gostam de correr riscos, sentindo-se atraídos pelas elevadas rendibilidades que os investimentos com risco oferecem.

Afirma ainda o autor que a combinação entre vários activos pode levar à redução do risco, levando à criação de valor. É o chamado efeito de diversificação salientado por Markowitz (1952). O segredo está na realização de investimento em activos pouco correlacionados ou com correlações negativas, aproveitando os seus comportamentos contrários (quando um valoriza o outro desvaloriza). Esta conjugação, permite que em cada perfil de risco assumido se optimize a rentabilidade. Por outro lado, o investimento em activos com correlações positivas pode potenciar grandes ganhos mas também, enormes perdas visto os seus comportamentos seguirem a mesma direcção.

Relativamente à sua tipologia, o risco pode ser dividido em não sistemático ou específico e sistemático ou de mercado. Segundo Ross *et al* (1995) os riscos sistemáticos são eventos inesperados que afectam quase todos os activos, uma vez que se difundem por toda a economia, e por isso são chamados riscos de mercado. Os riscos não sistemáticos são eventos inesperados mas que afectam apenas activos isolados ou pequenos grupos de activos, sendo normalmente denominados de riscos específicos. Podemos afirmar então que, o risco de mercado é o risco inerente a todos os activos e diz respeito à inflação, política monetária, cambial e orçamental, conjuntura económica, acontecimentos políticos, etc. Este não pode ser eliminado. O risco específico é o risco particular de cada um dos activos e é este o risco que se pode minimizar com a diversificação. Uma diversificação perfeita dos activos pode levar à eliminação do risco específico ficando apenas exposto ao risco de mercado.

Neves (2000), divide ainda o risco específico em risco do próprio negócio e risco financeiro da empresa. O risco de negócio está associado à actividade e à gestão operacional, sendo que o risco financeiro está relacionado com a estrutura de capitais da empresa. Se, por um lado, a forma como a empresa conduz a sua actividade operacional leva os investidores a exigirem um maior ou menor rendimento adicional, por outro, a forma como se financia também tem influência. Logo, estas duas variáveis influenciam o risco da empresa.

Para verificar o risco específico da empresa, Neves (2000) refere quatro técnicas de análise financeira:

1. Análise de indicadores – Análise do risco de negócio através de elementos do balanço e da demonstração de resultados e do risco financeiro através de rácios de endividamento;
2. Combinação sistematizada de indicadores – Através de rácios, faz-se uma análise do risco utilizando técnicas de *scoring*, permitindo o posicionamento de empresas no seu sector, dando enfoque ao risco de crédito;
3. Informações de mercado – Medição do risco e da remuneração exigida pelo investidor utilizando dados dos mercados financeiros tais como cotações e dividendos, admitindo que existem vários factores explicativos do equilíbrio entre rentabilidade e risco;
4. Análise de documentos financeiros com metodologias de mercado – Visto nem todas as empresas estarem cotadas em bolsa, esta técnica procura através de informação contabilística comparar os resultados da empresa com o agregado de empresas, determinando o risco de mercado contabilístico.

## **2. O risco e a estratégia de internacionalização**

### **2.1. O risco nas decisões de internacionalização**

O despontar do processo de internacionalização tem origem na globalização dos mercados e das economias e na evolução tecnológica que tornou mais fácil a existência de negócios globais a todos os níveis. Para Eitman *et al* (2001) este ambiente de globalização, desenvolveu oportunidades de negócio e de expansão no mundo empresarial, obrigando as empresas a incluir a opção de internacionalização como um factor importante na sua estratégia global. O processo de internacionalização deixa então de ser uma oportunidade para ser considerado uma obrigação no contexto económico actual. As empresas já não têm apenas que dividir o mercado com empresas concorrentes nacionais, mas sim com competidores que se localizam em qualquer parte do globo. O cliente ganhou enorme autonomia, é mais exigente e tem um vasto leque de alternativas de produtos e serviços. A propósito da internacionalização, Freire (1998) refere que potencia a capitalização de competências centrais e vantagens competitivas desenvolvidas nos mercados domésticos, através de economias de localização com maior facilidade de acesso a matérias-primas e factores de produção mais baratos e economias de escala e experiência através do crescimento do volume de negócios em mercados mais atractivos e consequente diminuição de custos unitários das unidades produzidas.

Segundo Daniels e Radebaugh (1986), são três as formas de internacionalização:

- Transacções de produtos, serviços, patentes e marcas, ocasionais ou frequentes, exportando ou importando directamente em nome próprio ou por via de agentes e distribuidores;
- Investimento directo em países estrangeiros com empresas subsidiárias, centrais de produção ou centrais de distribuição e comercialização;
- Projectos específicos por períodos temporais definidos, podendo incluir as duas primeiras formas de internacionalização – transacções e investimento directo.

As diferentes formas de internacionalização não apresentam o mesmo nível de risco para as organizações. Os mesmos autores relacionam-no com o grau de penetração nos mercados. Quanto maior for a frequência de transacções e maiores os valores transaccionados com esse mercado, maior é o risco. Quanto maior for o investimento directo feito nesse mercado, também maior é o risco a que a organização está exposta. Para além de todos os riscos normais no processo de internacionalização que serão abordados neste trabalho, existe também o risco de aprendizagem pelas empresas locais, aumentando o número de empresas concorrentes. Os mercados asiáticos têm essa capacidade bem presente e apresentam um grande risco nesse aspecto específico.

Johansson e Vahlne (1977), aconselham que o processo de internacionalização seja gradual, decorrendo do maior conhecimento dos mercados, da obtenção de competências e de posições competitivas mais fortes. Assim, inicia-se com transacções pontuais e através de representantes locais; de seguida, assumem a responsabilidade comercial através de filiais ou empresas subsidiárias e por fim, criam subsidiárias que realizam todas as actividades desde o desenvolvimento, a produção até à assistência. Logo, quanto melhor for a posição competitiva e,

maior a atractividade dos mercados, maior deverá ser o investimento na internacionalização, porque o risco inerente é menor.

Contudo, se por um lado existem empresas bem sucedidas que respeitam os modelos e os *timings* de internacionalização ditos normais e aconselhados por muitos autores de referência como Johanson e Vahlne (1977), por outro, aparecem novas empresas que se internacionalizam com êxito logo após a sua criação, originando um novo conceito de *Born Global Firms*, “desrespeitando” todas as etapas dos antigos modelos de internacionalização convencionais. São essencialmente empresas que apostam fortemente na inovação e empresas oriundas de países em que o desenvolvimento tecnológico é bastante superior ao dos mercados internacionais para onde se internacionalizam (Archibugi *et al*, 1996).

Relativamente à modalidade de investimento directo nos mercados internacionais (criação de raiz de filiais ou aquisição de empresas já existentes nesses mercados), tem-se verificado que existem diversos factores que condicionam as decisões a tomar e que estão relacionados com os riscos operacionais que as empresas pretendem evitar.

Por exemplo, preferem essencialmente investimentos de raiz nos novos mercados, as empresas com tecnologias mais avançadas, onde os activos pela sua especificidade são difíceis de obter em competidores locais, empresas de países com maior experiência de internacionalização, em virtude de conseguirem mais facilmente implementar os novos projectos (Caves, 1996), empresas que exportam produtos ou serviços bastante semelhantes ao seu negócio base, onde detêm vantagens competitivas (Hennart e Park, 1994) e empresas com diferenças culturais acentuadas relativamente aos novos mercados, visto ser difícil contornar incompatibilidades de hábitos e valores.

Preferem a aquisição de competidores locais as empresas menos dependentes de tecnologia específicas (Hennart *et al*, 1996), com pouca experiência internacional, de forma a ganharem maior *know-how*, empresas que se pretendem posicionar em mercados mais maduros ou concentrados, de modo a evitar a resposta dos competidores locais, empresas que pretendem realizar a internacionalização através da diversificação de negócios (Caves, 1996) e com poder financeiro elevado, conseguindo ter mais facilmente os recursos monetários para adquirir concorrentes locais.

Apesar das empresas com bastante experiência internacional preferirem investimentos de raiz para evitar os custos de transferência de *know-how*, verifica-se que a partir de um certo nível de diversificação, derivado da maior amplitude de acção dos diferentes gestores, para evitar a complexidade de gestão, começam a dar preferência à aquisição de competidores locais em prol da criação de novas filiais de raiz.

Ainda relativamente às decisões de internacionalização, há também a destacar a importância das escolhas dos mercados de destino, como forma de condicionar o risco da empresa através do acesso a segmentos de mercado com diferentes atractividades face aos disponíveis nas economias nacionais (Motta, 1998).

As empresas que não se internacionalizam estão mais sujeitas ao risco do seu país de origem e por isso, recessões económicas afectam todo o seu negócio não conseguindo minimizar perdas com receitas provenientes de outros mercados. Para Porfírio (2001) quanto mais alargado for o número de mercados em que as empresas operam, mais distribuído está o seu volume de negócios, logo menor é o risco da empresa pois não está dependente exclusivamente do comportamento de um mercado. É então possível reduzir o risco através da diversificação internacional visto que os retornos dos diferentes mercados mundiais não são perfeitamente relacionados. Sendo as estruturas industriais, as economias e os ciclos de negócio diferentes nos vários países, espera-se então coeficientes de correlação menores entre as rendibilidades dos investimentos realizados nos diferentes mercados. Segundo o mesmo autor, enquanto existem países a atravessar recessões económicas, há outros países com índices de crescimento elevados e com um potencial imenso a explorar. A conjugação de mercados com comportamentos distintos permite então diminuir o risco das empresas, sendo que as perdas verificadas em alguns mercados em que o negócio não tenha corrido como planeado ou em que os mercados se encontrem em recessão, podem ser compensadas pelos ganhos dos outros mercados em que a empresa opera.

Harry Markowitz desenvolveu em 1952 a anteriormente referida teoria do portfólio baseada no conceito de que a maioria dos investidores dispersa o seu capital por diversos activos com o objectivo de diminuir o risco da sua carteira de investimento. À medida que são adicionados novos activos com correlações negativas à carteira, o risco específico de cada uma dela vai diminuindo e, levado ao extremo será eliminado. A carteira ficará portanto apenas sujeita ao risco de mercado. Assim, o aumento do número mercados explorados e de divisas transaccionadas pode diminuir igualmente o risco do mercado desde que, apresentem correlações reduzidas ou mesmo negativas. Deste modo, é reduzida a volatilidade da rendibilidade esperada e diminui-se a incerteza face ao seu valor.

Baseado no conceito de carteira eficiente da teoria do portfólio, Sharpe (1964) afirma que entre dois conjuntos de divisas com a mesma rendibilidade esperada deve-se escolher o que apresentar menor risco e, entre dois conjuntos com o mesmo risco, deve-se escolher o que apresentar maior rendibilidade esperada. Eitman *et al* (2001) realizaram um estudo sobre os índices de mercado de 18 países num período de 20 anos (1977-1996). 129 de um total de 153 correlações realizadas, ou seja 84% do estudo, apresentaram coeficientes abaixo dos 50%, sendo a média dos coeficientes obtidos 39%, evidenciando assim excelentes oportunidades de diversificação do risco. Então, uma boa escolha e conjugação de mercados a operar pode diminuir o risco a que uma empresa está sujeita, aumentando assim a rendibilidade esperada.

## **2.2. Os tipos de risco no comércio internacional**

Segundo Romão (1991) considera-se comércio internacional a troca de bens e serviços através das fronteiras internacionais. Este representa uma grande percentagem do Produto Interno Bruto (PIB) na maioria dos países, visto que a globalização trouxe novas oportunidades

por explorar, mais aliciantes que as existentes apenas nos mercados nacionais. Este novo mercado põe em contacto entidades de diferentes nacionalidades, permitindo-lhes adquirir bens e serviços inexistentes nos seus mercados nacionais, activos a preços mais competitivos, condições de crédito mais atractivas, diferentes divisas, novos clientes e mais um número infinito de oportunidades de crescimento.

Literatura tradicional como Olhin (1931), realçava o princípio das vantagens comparativas baseado na dotação relativa a factores de produção, explicado por variáveis tais como preço dos produtos e taxas de câmbio, ou seja, o comércio internacional explicava-se sobretudo pela procura de produtos a menores preços devido a mão de obra mais barata ou taxas de câmbio favoráveis. Literatura mais recente, tal como Porter (1991), já aborda a evolução tecnológica como principal incentivo à internacionalização, realçando a obtenção de lucros superiores no mercado internacional, conferidos pelo monopólio da inovação, produtividade e eficiência produtiva.

Segundo Posner (1961), a tecnologia é a principal motivação do comércio internacional. Para o autor a inovação tecnológica causa um fluxo de comércio internacional suplementar para o país inovador, significando uma vantagem comercial em relação aos competidores externos. Porém, com a difusão internacional da inovação essa vantagem adicional pode ser suprimida. Os outros países passam a ajustar seus custos e preços, reflectindo novas vantagens comparativas que podem erodir as vantagens absolutas iniciais obtidas pelo país inovador.

A explicação do padrão de trocas internacionais depende, então, da rapidez com que novos produtos e processos de produção são introduzidos no mercado (revelando as vantagens absolutas) versus a rapidez com que as empresas ajustam os respectivos preços e custos (revelando as vantagens comparativas). Países como os Estados Unidos, que advogam a necessidade de um tratado internacional de propriedade intelectual e industrial que assegure as patentes e, com elas, rendas decorrentes dos processos de inovações para o país inovador, desenvolvem uma estratégia de comércio internacional pautado em vantagens absolutas. Outros países, como o Japão até o início dos anos 80, entenderam que o comércio internacional estava assente em vantagens comparativas, a julgar pelas vantagens que obtêm em termos de custo e qualidade na produção dos muitos produtos originalmente desenvolvidos em outros países.

Contudo, os mercados internacionais ultrapassam o quadro jurídico de um país, implicando agentes económicos de diferentes nacionalidades, tornando as suas operações bastante complexas comparadas com as realizadas nos mercados domésticos. Assim sendo, as vantagens competitivas associadas aos mercados internacionais têm diversos riscos inerentes. Segundo Boczko (2005) as fontes de risco no comércio internacional dividem-se em quatro categorias. São elas o **risco do país** estrangeiro em que ocorrem as relações comerciais, relacionado com os seus próprios actos governamentais, o **risco de crédito** dele proveniente, associado à possibilidade de não pagamento das dívidas a receber por parte dos clientes, o **risco de propriedade**, inerente à possibilidade de perda ou dano dos bens localizados em países estrangeiros e o **risco cambial**, provocado pela volatilidade da taxa de câmbio das moedas transaccionadas. Outros autores, como por exemplo Neves (2000) referem, ainda, o **risco de**

**preço das mercadorias**, associado à volatilidade dos preços das mercadorias ou matérias-primas e o **risco das taxas de juro** relacionado com volatilidade das taxas de juro.

Segundo Briggs (1998), o risco do país poder-se-á dividir no **risco político** que devido a eventuais instabilidades governamentais poderá impedir o pleno desenvolvimento de negócios internos ou externos, importações ou exportações; no **risco organizacional** que está relacionado com as práticas e procedimentos correntes do país que podem provocar graves danos financeiros (por exemplo, o nível de corrupção); e no **risco económico** que está associado ao ritmo de crescimento das economias e à balança de pagamentos resultante das transacções reais e financeiras do país com o estrangeiro, ou seja, está bastante relacionado com a maior ou menor disponibilidade de moeda e o seu impacto nas variáveis económicas como as taxas de inflação, de juro e de câmbio. Existe ainda, o **risco do comprador** que corresponde ao risco específico de determinada entidade com quem a empresa negocia nesse país.

Para Holliwel (1998) o risco do país tornou-se bastante relevante e é hoje tido em grande consideração pelas empresas que se pretendem internacionalizar. Este fez surgir uma nova linha de informação especializada levada a cabo por entidades denominadas como agências de *rating*, tais como Moody's, Standard & Poor's, Finch, S&P, Atlantic, Lipper, COFACE ou PRS Group. Estas elaboram uma escala de classificação do risco do país denominada por *rating*, em que têm em consideração a inflação, dívida, cobranças, balança de pagamentos, mercados de capitais, liquidez, liquidação de obrigações, cumprimento de contratos, expropriações, segurança, corrupção, política, burocracia, legislação, características gerais, entre outros.

Assim, segundo Boczko (2005) o risco do país relaciona-se com o risco de propriedade pelo facto de a possibilidade de perda ou dano de activos ser maior quanto maior for o risco do país onde se situam os activos. Ambientes mais instáveis levam mais facilmente a que activos sofram desvalorizações, sejam tomados ou destruídos.

O mesmo autor afirma ainda que o risco do país relaciona-se também com o risco de crédito na medida em que a probabilidade de não pagamento por parte de um cliente é maior em países com um risco mais elevado. No quadro seguinte, mostra-se a título de exemplo como a COFACE classifica os vários perfis de risco do país e como se relacionam com o risco de crédito.

Quadro nº 1 - Relação entre Risco do País e Risco de Crédito

A1	Situação política, económica e clima empresarial muito bons. Informação empresarial disponível e confiável. Cobrança de dívida eficiente.
A2	Situação política e económica muito boa. Clima empresarial estável e eficiente. Informação financeira confiável quando disponível. Cobrança de dívida razoavelmente eficiente.
A3	Situação política e económica algo instável. Clima empresarial seguro. Informação empresarial pouco disponível mas confiável. Cobrança de dívida pode apresentar algumas deficiências mas é bastante aceitável.
A4	Situação política e económica instável. Clima empresarial relativamente volátil. Informação empresarial pouco disponível e não confiável. Cobrança de dívida nem sempre eficiente mas ainda acima da média.
B	Situação política e económica incerta. Clima empresarial medíocre. Disponibilidade e confiabilidade da informação empresarial muito variável. Cobrança de dívida problemática.
C	Situação política e económica muito incerta. Clima empresarial difícil. Informação empresarial não disponível e não confiável. Cobrança de dívida difícil.
D	Situação política e económica de alto risco. Clima empresarial muito difícil. Informação empresarial não disponível e não confiável. Cobrança de dívida muito difícil.

Fonte: COFACE (2009)

Boczko (2005) afirma também que o risco de crédito para além de estar relacionado com o risco do país, está também relacionado com o risco cambial. Estes três estão interligados e deverão ser considerados em conjunto, pois têm um papel bastante importante na escolha das técnicas de pagamento nos mercados internacionais, a abordar mais à frente no trabalho. Na gestão destes três tipos de riscos há um aspecto fundamental a ter em consideração que é a escolha da moeda negociada. Há que ter a preocupação da escolha de moedas fortes que apresentem baixas volatilidades. A introdução do euro veio diminuir em muito o risco cambial directo dentro da União Europeia na medida em que vários países com bastantes relações comerciais passaram a adoptar uma moeda única forte. Por outro lado e, como anteriormente referimos, um princípio básico da gestão do risco é o efeito de diversificação. A escolha de uma só moeda estrangeira, mesmo que forte, pode ser prejudicial quando acontecem movimentos especulativos que possam provocar grandes oscilações monetárias, diminuindo as receitas das empresas no caso das desvalorizações ou, provocando o efeito contrário sobre os custos dos factores de produção adquiridos no estrangeiro, caso hajam valorizações da moeda utilizada.

Segundo Isacson *et al* (2003), na origem da escolha da moeda negociada podem ser considerados factores internos às empresas, tais como os financiamentos, adopção de posturas defensivas ou arriscadas face ao risco, custos de transacção, capacidade negocial, políticas ou técnicas de *matching*, que consistem no encontro de valores a pagar e a receber utilizando a mesma moeda. Podem, também, ser considerados factores externos à própria empresa tais como, a influência bancária e das empresas líderes nas indústrias, condições políticas e de divisas e poder negocial de clientes e fornecedores.

Sendo assim, apresentamos no quadro seguinte o resumo dos tipos de risco que as empresas podem ver-se confrontadas no comércio tradicional:

Quadro nº 2 – Tipos de Risco

Risco do país	Relacionado com os actos políticos, económicos e organizacionais.
Risco de Crédito	Relacionado com a probabilidade de incumprimento das dívidas de clientes.
Risco de Propriedade	Relacionado com a possibilidade de perda total ou parcial de activos.
Risco Cambial	Relacionado com a probabilidade de perdas financeiras resultantes da flutuação das taxas de câmbio.
Risco das Mercadorias	Relacionado com a probabilidade de perdas financeiras resultantes da flutuação dos preços das mercadorias.
Risco da Taxa Juro	Relacionado com a probabilidade de perdas financeiras resultantes da flutuação das taxas de juro.

Fonte: Elaboração própria

### 2.3. Risco Cambial

O risco cambial apresenta uma forte interdependência com os restantes tipos de risco, salientando-se a sua relação com o risco dos países, através da evolução das economias e o seu impacto nas taxas de inflação e de juro e, com o risco de crédito por via das oscilações monetárias que poderão colocar em causa, futuros fluxos financeiros. Este facto, é visível pela forte ligação entre as diferentes técnicas de cobertura do risco cambial e técnicas de pagamento no comércio internacional (Alves *et al*, 2007).

Segundo Dhanani (2004), este risco consiste na incerteza face ao valor de um activo ou passivo num período de tempo futuro, sempre que este esteja expresso numa outra moeda que não a utilizada por uma entidade. A volatilidade de uma determinada moeda, ou seja, as oscilações sofridas no seu valor, pode ser muito ou pouco acentuada, sendo isso que define o seu grau de incerteza. Existem moedas que apresentam valores máximos e mínimos bastante distantes do seu valor médio, assim como moedas em que as oscilações são menores. Os diferentes valores que podem assumir podem ser mais ou menos dispersos e as oscilações podem ser completamente aleatórias, como também existem casos de comportamentos mais sazonais. O comportamento dos mercados cambiais é, portanto, uma incerteza e a tendência das várias moedas é quase sempre imprevisível, sendo a sua próxima cotação uma incógnita.

Segundo Magnoli (2008) o sistema monetário internacional sofreu várias alterações até chegar ao modelo que hoje conhecemos. Um acontecimento importante deu-se no ano de 1945, quando foi assinado o acordo de *Bretton Woods*. Até lá, o sistema de câmbios oscilava em função do ouro. Este acordo criou um novo sistema monetário internacional baseado na fixidez das taxas

de câmbio. As taxas de câmbio dos países fixavam-se relativamente ao dólar americano que tinha uma paridade fixa face ao ouro. Em 1973 é quebrado o acordo, devido às crises económicas provocadas pelas constantes subidas dos preços do petróleo, acabando com a estabilidade monetária vivida até então, passando o mundo a conviver com taxas de câmbio flutuantes. Entra-se numa nova era de grande volatilidade entre as moedas, passando a ser os mercados cambiais bastante complexos.

Para Matos (1992) as taxas de câmbio são influenciadas por factores de natureza económica e financeira, política, técnica e especulativa. Os primeiros serão os mais importantes numa perspectiva de longo prazo e contemplam a balança de pagamentos de um determinado país, a sua taxa de inflação, a sua situação orçamental e as suas taxas de juro. Os factores de ordem política contemplam ocorrências governamentais com impactos nacionais e internacionais; os de ordem técnica são aqueles que têm efeitos a curto prazo e estão relacionados com a ocorrência de alterações regulamentares; finalmente, os factores de natureza especulativa são também de curto prazo e têm origem nos movimentos dos agentes especuladores que utilizam os mercados como forma de aproveitar tendências favoráveis e desequilíbrios monetários para obter ganhos financeiros.

Segundo o mesmo autor, estes quatro tipos de factores influenciam o equilíbrio entre a oferta e a procura de divisas, originando oscilações nas suas cotações. Geralmente a taxa de câmbio e a taxa de juro estão intimamente relacionadas e têm uma correlação negativa entre si, ou seja, têm comportamentos contrários. As moedas fortes apresentam baixas taxas de juro, sendo que moedas mais fracas apresentam taxas de juro mais elevadas. Este factor justifica-se por razões económicas: quando o ritmo de crescimento é menor, as empresas têm tendência a subir os preços de forma a compensarem as menores quantidades vendidas, logo a taxa de inflação sobe o que tem impacto directo nas taxas de juro que, são também pressionadas a crescer de forma a continuar a ser atractivo aos investidores colocarem capital nas instituições financeiras; em simultâneo, as taxas de câmbio têm tendência a desvalorizar para compensar a subida dos preços internos junto dos clientes internacionais. Por outro lado, quando o ritmo de crescimento económico é positivo, a tendência é para que existam o mesmo tipo de relações entre as variáveis mas, em sentido inverso. Para o autor, obviamente que estas relações têm como última finalidade gerir a quantidade de moeda disponível no sistema financeiro, de modo a evitar rupturas ou excessos de tesouraria.

Num cenário de equilíbrio de mercado perfeito, onde não existem outras influências e barreiras, pode-se afirmar que a relação entre taxas de juro de duas moedas deverá ser em valor absoluto equivalente à relação entre as taxas de câmbio actual e futuro. É o chamado efeito de Fisher, em que as diferenças entre taxas de juro de duas moedas tendem a provocar movimentos esperados nas taxas de câmbio. Assim, passam a existir valores previsionais para os câmbios futuros, permitindo aos agentes económico movimentar-se nos mercados com o fim de obterem ganhos ou protegerem posições em aberto nas divisas com que realizam as suas operações comerciais ou financeiras (Fisher, 1930).

O risco cambial pode-se dividir, segundo Matos (1992), em três tipos distintos. o risco de conversão, o risco de transacção e o risco económico.

O **risco de conversão** corresponde à diferença das taxas cambiais que têm impacto no Balanço e Demonstrações de Resultados (Rupeika, 2005), através das operações comerciais e financeiras realizadas em moedas estrangeiras e da consolidação de contas de subsidiárias no estrangeiro (Dhanani, 2004). O risco associado à consolidação pode não ser gerido visto não ter impacto nos *cash flows* futuros. No entanto, aquando de desvalorizações sucessivas na moeda dos mercados onde se localizam as subsidiárias, as empresas mães poderão compensar as desvalorizações do seu património através negociação de financiamentos nessas moedas. O valor dos activos, passivos e património em países estrangeiros será expresso em moeda local, tal como os resultados gerados nesse país. Estes podem alterar o seu valor relativo para outro valor maior ou menor devido a flutuações de câmbio entre a moeda nacional e a moeda local. Aquando da prestação de contas no país de origem, a empresa mãe é obrigada a integrar as demonstrações financeiras das suas filiais internacionais, devendo para tal recorrer aos procedimentos definidos nas Normas Contabilísticas de Relato Financeiro nº 13 (Concentrações de actividades empresariais) e nº 23 (Os efeitos de alterações em taxas de câmbio). Em empresas com bastante investimento no estrangeiro, este torna-se um risco bastante importante e pode levar a perdas significativas no património da empresa mãe.

Segundo Dhanani (2004), o **risco de transacção** corresponde à conversão dos *cash flows* esperados em divisas estrangeiras, para moeda nacional e tem impacto directo na tesouraria. É a forma de risco cambial mais óbvia e facilmente identificável. Segundo Rupeika (2005) este baseia-se em actividades futuras e verifica-se na posição competitiva da empresa. Para Matos (1992) este existe a partir do momento em que se verifica uma transacção comercial ou financeira com uma entidade estrangeira e esta, implique entradas ou saídas de moeda externa em prazos posteriores. Este pode ocorrer em compras ou vendas de bens e serviços em moeda estrangeira, empréstimos tomados ou aplicações de fundos efectuadas noutra divisa ou noutras transferências de fundos em moeda estrangeira, tais como dividendos ou royalties.

Segundo Porfírio (2001) em transacções de natureza comercial, importador e exportador estão sujeitos ao risco em momentos distintos. Para o exportador o risco é aleatório no momento do orçamento, torna-se potencial no momento da decisão do preço e real com a aceitação da encomenda, mantendo-se até ao pagamento da dívida. Para o importador o risco é potencial no momento da oferta e torna-se real aquando da assinatura do contrato ou tomada de posse das mercadorias. Em operações financeiras este ocorre quando as operações de tesouraria se concretizam, ou seja, no momento da utilização dos fundos.

Para Dhanani (2004) a exposição cambial de transacção deve ser medida de forma integrada e não em termos individuais. A posição cambial de transacção é calculada relativamente à moeda de referência para a entidade ou para a entidade mãe caso exista, para um período temporal definido e separando divisa a divisa. Esta posição será longa caso os valores activos sejam superiores aos valores passivos e será curta caso os valores passivos sejam superiores aos

activos. Então, uma entidade pode ter posições curtas e longas simultaneamente nas diferentes divisas, tendo uma posição global que será o somatório de todas as posições. Estas posições deverão ser agrupadas por períodos temporais idênticos.

O **risco económico**, também designado por risco de exposição estratégica, resulta do negócio desenvolvido, da atractividade dos mercados explorados, mas também da influência dos outros mercados através da concorrência, dos custos de produção, dos preços de venda dos produtos e das flutuações das taxas de câmbio e de juro. Este risco pode englobar os outros dois tipos de risco cambial e, consiste na potencial perda de valor e na deteriorização da posição competitiva a médio e longo prazo de uma empresa face à volatilidade das moedas estrangeiras nos mercados internacionais, que podem condicionar a sua margem comercial, seja pelo impacto nos preços de venda a praticar ou nos custos dos factores de produção necessários à sua actividade (Rupeika, 2005).

Os efeitos deste tipo de risco variam consoante os sectores de actividade, natureza e preço das matérias, elasticidade dos preços face à procura, concorrência, posição competitiva, nome no mercado, etc. O mesmo autor, defende que a curto prazo os ganhos ou perdas dependem das moedas, devendo as empresas adoptar medidas de protecção, sendo que no médio prazo deverão ser ajustados os preços não só às evoluções cambiais, mas também, à inflação, à concorrência e aos próprios custos com vista à melhoria da posição competitiva. A longo prazo, a empresa terá que reavaliar a sua actividade e os seus investimentos, bem como as importações e exportações, permitindo melhorar a *performance* face a eventuais oscilações cambiais.

### **3. A gestão do risco no comércio internacional**

#### **3.1. Técnicas de Pagamento e Fontes de Financiamento no comércio internacional**

Existem hoje em dia várias técnicas de pagamento cujos custos associados diferem bastante. Estes custos são maiores quanto menor for a confiança entre as entidades envolvidas na transacção financeira. Para Porfírio (2003) a escolha das técnicas de pagamento é, então, uma temática bastante importante na actualidade visto que é necessário encontrar o equilíbrio entre os custos inerentes às técnicas e o risco associado à transacção. É de realçar que, se uma técnica de pagamento apresenta um elevado risco para uma das partes, então essa técnica apresenta um risco reduzido para a outra, ou seja, os riscos inerentes às técnicas de pagamento têm uma relação inversa entre as duas partes envolvidas. Por exemplo, uma posição confortável para o exportador, causa desconforto ao importador, enquanto uma posição mais favorável para o importador irá implicar uma situação de maior risco para o exportador. A solução é tentar encontrar uma solução intermédia para ambas as partes e tentar criar relações comerciais duradouras baseadas na confiança.

A confiança em determinada entidade não se baseia totalmente no risco do país, mas este é um factor bastante importante a ter em consideração. Segundo Beczko (2005) a confiança entre duas entidades é influenciada pelo país onde se inserem, pelos montantes envolvidos e pelos sectores de actividade em questão. A moeda inerente à transacção é, também, um factor determinante na escolha da técnica a utilizar.

Já Brigs (1998) refere que as principais preocupações para os gestores no acto de pagamento no comércio internacional são o tempo das transferências, o desconhecimento dos clientes e da sua situação económica, a oscilação das taxas de câmbio, o tempo de realização ou produção dos serviços ou produtos e o endividamento externo nos países importadores.

Por isso, os bancos têm actualmente um papel importante na criação de soluções, através da sua rede internacional de agências, filiais, sucursais ou correspondentes estrangeiros, bem como do desenvolvimento de redes próprias de comunicação e de técnicas de pagamento no comércio internacional.

Para Porfírio (2001) as técnicas de pagamento nos mercados internacionais podem-se dividir em:

- Meios de liquidação directa, tradicionalmente mais comuns, em que não se recorre a terceiros para assumir responsabilidades no acto de pagamento, sendo as instituições financeiras simples intermediários, tal como acontece nas operações simples nos mercados nacionais;
- Meios de liquidação baseados em operações documentárias, onde as instituições financeiras assumem um papel não apenas de intermediário, mas sim de compromisso e responsabilidade, diminuindo o risco ao exportador, elevando o seu nível de conforto na operação.

Relativamente aos meios de liquidação directa, podem ser utilizados na forma de transferência interbancária SWIFT (*Society for worldwide Interbank Financial Telecommunications*), de ordem sobre o estrangeiro ou de emissão de cheque. As duas primeiras são transferências seguras e rápidas de fundos para um banco estrangeiro, sendo bastante utilizadas na actualidade. A emissão de cheque poderá ser na forma de cheque tradicional ou de cheque sobre o estrangeiro, não podendo este último ser levantado em dinheiro. O cheque caiu um pouco em desuso visto haver o risco de extravio, ser mais demorado e ter um custo semelhante aos anteriores (Porfírio, 2001).

Segundo o mesmo autor, relativamente aos meios de liquidação baseados em operações documentárias, podem ser utilizados na forma de remessa simples, remessa documentária e crédito documentário.

A remessa simples é uma técnica onde as mercadorias são enviadas para o comprador juntamente com os documentos comerciais (duplicado de factura, documentos de seguro, de embarque e outros). Após o recebimento das mercadorias este deverá liquidar a dívida por meio de pagamento ou aceite de letra e então receberá os documentos financeiros (original de factura,

recibo e letra de câmbio). No caso de aceite de letra de câmbio, é acordado um prazo de pagamento da dívida e o montante é avançado pelo banco até esse momento. Esta técnica apresenta risco, visto que o comprador fica na posse das mercadorias antes do pagamento e caso não as aceite, o exportador terá ainda que assegurar o pagamento do armazenamento e transporte de volta (Porfírio, 2001).

A remessa documentária é mais segura que a anterior na medida em que o comprador apenas tem posse das mercadorias após a liquidação da dívida por pagamento ou letra. No caso de letra convém existir uma relação de confiança para evitar o risco de crédito no final do prazo. O risco é tanto maior quanto maior for o valor das mercadorias (Porfírio, 2001).

O crédito documentário é um dos sistemas mais seguros, visto que a entidade bancária do comprador assume o pagamento ao exportador numa data acordada. Pode subdividir-se em revogável, onde o comprador poderá dar ordem de cancelamento da ordem de pagamento, irrevogável onde isso não acontece, ficando apenas o risco associado ao pagamento do banco e, irrevogável confirmado, onde a instituição bancária do exportador avança com pagamento, cobrando posteriormente à entidade bancária do comprador, eliminando assim qualquer tipo de risco (Brigs, 1998).

Para além das técnicas anteriores, são ainda destacados pela diversa bibliografia (por exemplo Boczko, 2005), os seguintes métodos de pagamento: sistema de conta corrente, pagamento à consignação e pagamento adiantado.

Em casos de confiança extrema entre parceiros de negócio, é utilizado o sistema de conta corrente, onde as mercadorias são recebidas pelo comprador e no devido prazo de vencimento acordado este liquida a dívida. Este é o procedimento normal entre parceiros nos mercados nacionais, sendo também o mais simples e económico, visto ser o mais arriscado. O pagamento à consignação é em tudo idêntico ao anterior com a excepção das mercadorias serem propriedade do exportador até ser liquidada a dívida. No caso contrário, onde não existe qualquer tipo de confiança é por vezes utilizado o pagamento adiantado antes de ser realizado o serviço ou transferência de posse das mercadorias. Neste caso o risco é reduzido para o exportador, mas é elevadíssimo para o importador.

Relativamente às fontes de financiamento no comércio internacional, as empresas podem recorrer ao *factoring* internacional que consiste na transferência do crédito para uma sociedade especializada que se encarregará de o cobrar posteriormente ao comprador, através de prestações, mediante um custo normalmente entre 1 a 5% do valor da dívida (Boczko, 2005). Poderão também recorrer ao *forfaiting* que também permite ao exportador, receber imediatamente e na sua totalidade, o valor exportado, através da cedência de uma letra de câmbio ao seu banco, aceite pelo seu cliente e avalizada pelo banco deste. Este pagamento é efectuado pelo banco, que passa a assumir a totalidade da responsabilidade do risco de crédito, encarregando-se de cobrar o valor da exportação ao importador posteriormente. Poderão também ser realizados financiamentos externos em moeda estrangeira, de forma a antecipar um valor relativo a uma exportação a

receber no futuro, ou de forma a antecipar a compra de moeda estrangeira para financiar uma importação a prazo (Porfírio, 2001).

### **3.2. Técnicas de cobertura do risco cambial**

A gestão do risco cambial, segundo Cavazos (2004) depende da materialidade da exposição, ou seja, os gestores têm uma atitude mais activa em exposições cambiais de maior dimensão. Esta gestão poderá ser realizada segundo duas perspectivas completamente distintas: uma perspectiva descentralizada, onde os gestores das diferentes unidades de negócio devem assumir posições face aos riscos inerentes ao seu negócio e uma perspectiva centralizada, onde a gestão deverá ser efectuada por profissionais especializados com uma observação abrangente do risco com base nos fluxos totais da empresa moeda a moeda. Contudo, poderá ainda existir uma perspectiva intermédia onde a gestão do risco cambial é tratada em parceria pelos dois níveis de responsabilidade.

É, também, aconselhável avaliar a forma de gestão do risco cambial de empresas concorrentes para a definição da sua própria estratégia ou para comparar a eficácia das técnicas utilizadas, sendo que o estilo de gestão é sempre condicionado pelo perfil do gestor face ao risco. Contudo, independentemente do perfil de risco do gestor, na definição da estratégia de cobertura do risco cambial, deve-se ter em conta os custos das medidas de cobertura e a evolução do valor das diferentes moedas envolvidas nas operações (Gitman, 2004).

De modo a conhecer-se a posição cambial da empresa no presente ou para fins previsionais, Cavazos (2005) aponta como indispensável o balanço cambial e a projecção dos *cash-flows* por moedas, pois permitem:

- Saber quando e quais as posições que deverão ser cobertas;
- Conhecer todas as posições existentes nas várias unidades de negócio da empresa evitando duplas coberturas ou decisões opostas sobre as mesmas moedas;
- Conhecer, com base na experiência passada e previsões existentes, quais as moedas mais acertadas para a realização da facturação.

Consoante o conhecimento adquirido e a evolução das situações externas à empresa, a estratégia deverá ser repensada de modo a ajustar a estratégia inicial às novas oportunidades ou ameaças. Porfírio (2001) destaca que as estratégias possíveis poderão ser bastante diferentes umas das outras e dependem também do perfil de risco da gestão da empresa. Poderão ser assumidos comportamentos de protecção cambial sobre os activos no curto prazo ou sobre todos os compromissos actuais e futuros, mas também atitudes mais arriscadas, onde se pretende aproveitar posições actuais e/ou futuras para maximizar ganhos. Assim, as estratégias deverão ser definidas após uma análise particular de cada moeda. Por exemplo, a cobertura de uma moeda para a qual se prevêem oscilações pouco relevantes poderá ter um custo superior às

possíveis perdas cambiais, logo deverá ser dispensada. Já as operações numa moeda cuja previsão é incerta ou que se preveja uma grande volatilidade deverão ser cobertas, pois os seus custos compensarão as possíveis perdas futuras.

As hipóteses de cobertura dos riscos são imensas e têm diferentes custos. Para Matos (1992) a necessidade de cobertura no curto-prazo poderá situar-se entre 60% a 100% quando o risco é elevado e poderá situar-se entre zero e 50 % quando o risco é baixo. No longo prazo devem-se assegurar activos em moedas fracas e passivos em moedas fortes e deixar a descoberto activos em moedas fortes e passivos em moedas fracas. As formas de cobertura podem ainda cobrir posições parciais ou posições na sua totalidade.

Segundo o mesmo autor, é possível diminuir o risco cambial recorrendo essencialmente à forma de gestão da empresa e utilizando **técnicas internas de cobertura**. Estas são as que têm menores custos para as empresas pois são métodos utilizados que apenas recorrem a meios próprios. Estas podem subdividir-se em técnicas internas **relativas a posições já existentes e relativas a posições futuras**. Relativamente às primeiras é possível utilizar o **pagamento antecipado** que consiste em antecipar um pagamento que deveria ser realizado numa data posterior por parte de uma entidade importadora, quando ocorre uma situação em que existe a previsão de valorização da moeda associada ao pagamento em questão. Esta técnica é compensatória quando a previsão do ganho associado à diferença cambial relativa à antecipação do pagamento for superior ao custo de um eventual financiamento ou, em alternativa, superior à possível remuneração recebida associada a uma aplicação financeira desde a data efectiva do pagamento até à data prevista inicialmente.

Outra técnica interna relativa a posições presentes é a técnica de **“leading and lagging”** que envolve a alteração de datas de pagamento e recebimento com o objectivo de beneficiar com as apreciações e depreciações das moedas envolvidas. Abor (2005) define a estratégia “lead” para a tentativa de antecipação das cobranças de valores a receber quando se espera que as moedas envolvidas sofram depreciações, bem como da antecipação dos pagamentos quando se espera uma valorização da moeda estrangeira; relativamente à estratégia “lag” tem como objectivo atrasar as cobranças de valores a receber quando existe a previsão que a moeda associada valorize, bem como o atraso dos pagamentos quando se espera que a moeda vá sofrer uma desvalorização. Este método requer algum poder comercial ou fortes relações de confiança entre os parceiros de negócio, sendo sempre mais fácil entre empresas do mesmo grupo do que entre empresas praticamente desconhecidas. O sucesso deste tipo de técnica depende também das taxas de juro aplicadas nos países em questão, 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 da antecipação do recebimento com eventual pedido de financiamento pela entidade que paga. Logo, os ganhos cambiais terão necessariamente que ser maiores que os gastos relativos a juros.

A última técnica interna relativa a posições existentes é a **compensação** que segundo Abor (2005) consiste na tentativa de compensar valores a pagar e a receber nas mesmas moedas com

o mesmo parceiro e em datas coincidentes com o objectivo de diminuir a exposição ao risco cambial e ainda reduzir custos relativos às transferências de fundos. Este tipo de técnica implica uma gestão eficaz de tesouraria moeda a moeda e é bastante utilizado em empresas multinacionais.

Quanto às técnicas internas relativas a posições futuras destaca-se, segundo Isacson *et al* (2003) a **escolha da moeda de facturação**. Dependendo da capacidade negocial da empresa, este é um factor bastante importante, sendo que seria ideal conseguir facturar sempre na moeda nacional, estando sempre eliminado o risco cambial. Tendo que facturar em moeda estrangeira devem ser utilizadas moedas actualmente ou potencialmente fortes. No caso do importador, deve tentar negociar em moedas com tendência a desvalorizar.

A introdução da moeda única (Euro) na Europa veio trazer grande estabilidade às empresas com relações comerciais entre si pertencentes aos países aderentes, visto que utilizam todos a mesma moeda como a principal. Em empresas do mesmo grupo esta técnica permite obter poupanças fiscais jogando com ganhos e perdas cambiais, influenciando assim resultados em empresas de diferentes países.

A **diversificação de divisas** é outra técnica de gestão do risco cambial que consiste em alargar o leque de moedas transaccionadas, evitando a dependência de uma divisa. O risco total de transaccionar uma moeda pode-se dividir, segundo Mota (1998), no seu risco específico derivado da economia e envolvente do seu próprio país, sistema político-legal, social e tecnológico e, no risco derivado da envolvente e conjuntura económica e financeira da actualidade no mundo inteiro. Brealey e Myers (1998) apontam a adopção de uma estratégia de diversificação de activos como forma de assegurar uma rentabilidade atractiva e em simultâneo uma diminuição do risco. O principal foco da diversificação é a escolha de divisas que apresentem correlações reduzidas ou negativas, ou seja, não tenham comportamentos semelhantes, indo ao encontro dos princípios da teoria do portfólio de Markowitz já referida anteriormente. Deste modo as perdas relativas a variações negativas no valor de uma divisa podem ser compensadas por ganhos inerentes a evoluções positivas noutra divisa, reduzindo o risco com a redução da variabilidade da rentabilidade associada às operações realizadas em moedas estrangeiras.

Poderá também ser utilizada, segundo Peynot (1987), uma técnica denominada de **acções sobre os preços de venda** que consiste no aumento do preço de produtos ou serviços prestados com o fim de compensar as depreciações da moeda prevista no caso do exportador, ou a tentativa de negociar um preço mais baixo por parte do importador caso este preveja uma possível perda cambial. Duas partes podem renegociar preços de venda tendo em conta apreciações ou depreciações previstas na moeda de facturação, em que a perda cambial de uma das partes é compensada pelo seu ganho relativo à acção sobre o preço e onde o ganho cambial da outra parte é anulado pela perda relativa à acção sobre o preço. Outra possibilidade é a indexação dos preços às taxas de câmbio tentando compensar os ganhos de um lado com as perdas do outro.

O autor refere ainda técnicas de **acções sobre o activo e passivo** para evitar perdas de conversão no processo de consolidação das filiais no estrangeiro na empresa mãe. O objectivo é

reduzir valores activos e aumentar valores passivos expressos em moedas com tendência a desvalorizar e o procedimento contrário para moedas em que se preveja a sua apreciação.

Embora as técnicas internas sejam comuns, normalmente não são suficientes para uma gestão eficaz do risco cambial. Por isso, é necessário recorrer a **técnicas externas** para cobrir situações mais complexas que surgem nos mercados internacionais. Numa gestão de risco ideal haveria o uso das técnicas internas de cobertura para expor o menos possível a empresa ao risco cambial a um custo baixo, sendo que nos casos mais complexos e de maior exposição seriam então utilizadas as técnicas externas mais adequadas à situação. No uso de técnicas externas de gestão do risco cambial é necessário ter um especial cuidado com os custos de cobertura, uma vez que poderão ser por vezes maiores que as perdas cambiais provocadas pela não cobertura. Assim, é necessário encontrar o equilíbrio entre os custos da cobertura e o risco cambial (Motta, 1998).

Matos (1992), menciona várias técnicas externas disponíveis no mercado. O **desconto de pronto pagamento** consiste no pagamento logo que sejam enviados os produtos ou prestados os serviços, consoante um desconto na factura. Com esta técnica a compra e venda de divisas é feita nos mercados à vista no momento não ficando sujeito ao risco da oscilação dos mercados e consequente variação das taxas de câmbio. No caso do importador esta técnica requer capacidade de tesouraria ou capacidade de contratar empréstimos. Neste último caso, seria necessário suportar custos de financiamento que deveriam ser inferiores aos ganhos cambiais mais o rendimento proveniente do desconto. Relativamente ao exportador, a negociação do desconto deverá permitir um ganho cambial e uma eventual aplicação do dinheiro recebido que compense o custo financeiro associado.

Ao invés da compra ou venda de moeda estrangeira ser feita à vista a uma taxa de câmbio *spot*, em que a moeda estrangeira é convertida em moeda nacional apenas no momento em que o montante é recebido ou pago, é possível fixar o câmbio a prazo num **contrato forward**. Segundo Cavazos (2004), esta técnica permite fixar um câmbio entre duas moedas para uma data futura conhecida, garantindo assim no momento actual o montante a pagar ou a receber independente do comportamento dos mercados. Esta técnica é uma das formas mais tradicionais e mais comuns na gestão do risco cambial, permitindo de forma segura saber o valor exacto dos fluxos financeiros em moeda estrangeira numa data futura. Para empresas importadoras, esta técnica possibilita fixar hoje um câmbio para montantes a pagar a prazo em moeda estrangeira. Em caso de desvalorização da moeda estrangeira no câmbio *forward*, a empresa importadora irá comprar moeda estrangeira a um valor inferior tendo um ganho. No que respeita às empresas exportadoras podem fixar o câmbio para a data acordada do recebimento entre as duas partes. Se existir uma valorização da moeda estrangeira no câmbio *forward*, a empresa exportadora poderá converter o montante recebido em moeda estrangeira a uma taxa de câmbio mais elevada obtendo um ganho. Se os câmbios *forward* assumirem comportamentos contrários aos descritos, as empresas importadora e exportadora converterão os seus montantes a taxas menos favoráveis comparativamente com as dos mercados à vista, impossibilitando-as de obter ganhos cambiais.

No entanto, segundo Abor (2005) estas ficarão parcialmente protegidas de eventuais perdas e conhecerão com exactidão e com antecedência o montante a receber ou a pagar no futuro, permitindo uma melhor gestão de tesouraria. Geralmente, esta técnica é usada quando as datas das transacções e os montantes estão bem determinados. Contudo, poderá ser negociada uma *forward option* que permite fixar o câmbio para uma data suficientemente longínqua quando a data da transacção não está bem definida e efectuar a conversão na data em que acontece a transacção desde que esta não ultrapasse a data limite fixada no contrato.

A técnica de **arbitragem de posições a prazo** permite fazer a arbitragem entre uma posição curta ou devedora e uma posição longa ou credora de duas moedas estrangeiras diferentes. Para Matos (1992), numa situação em que uma empresa tenha a receber um montante em moeda estrangeira X a três meses e tenha a pagar um montante em moeda estrangeira Y a seis meses poderá comprar a prazo a três meses a moeda estrangeira Y utilizando os contratos *forward* explicados anteriormente. A empresa poderá trocar a moeda estrangeira X recebida ao final dos três meses em contrapartida da moeda estrangeira Y que precisará pagar ao final de seis, podendo, inclusivamente, beneficiar de juros provenientes de uma eventual aplicação do capital até à data do pagamento ao fornecedor. Neste caso o risco cambial será eliminado. Se o montante recebido na moeda X for superior ao montante na moeda Y, o excedente poderá ser vendido a prazo contra moeda nacional. Caso o montante na moeda X seja inferior ao da moeda Y, será necessário comprar a prazo moeda Y até ao montante a pagar. Este método permite no momento em que são previstas as transacções futuras em moedas estrangeiras, eliminar ou reduzir bastante o risco cambial referente a mais que uma moeda.

O **adiantamento de divisas**, segundo Abor (2005), permite a uma empresa exportadora receber antecipadamente um valor em moeda estrangeira convertendo-o em moeda nacional logo que sejam expedidas as mercadorias e não apenas na data do pagamento do cliente, eliminando grande parte do risco cambial. Esta técnica baseia-se num pedido de financiamento a curto prazo na moeda da operação comercial, cujo montante será devolvido assim que o cliente pague a respectiva obrigação para com a empresa. Assim, o montante recebido em moeda estrangeira será enviado à instituição financiadora que exigirá o pagamento de juros na mesma moeda. O montante relativo aos juros será o único valor sujeito ao risco cambial.

A técnica de **matching** permite fazer encontros entre montantes a pagar e a receber em várias moedas estrangeiras. Segundo Dhanani (2004), empresas com movimentos de importação e exportação mais frequentes têm maior facilidade em encontrar montantes a receber e a pagar nas mesmas moedas eliminando o risco cambial. O princípio desta técnica é o de encontrar entradas e saídas de montantes em datas coincidentes em moedas estrangeiras iguais evitando perdas cambiais associadas a conversões. Esta técnica exige um rigoroso controlo da situação de tesouraria actual e previsional moeda a moeda e permite eliminar muito do risco cambial associado às transacções em moeda estrangeira reduzindo as perdas cambiais. Mesmo que não se consigam encontrar montantes e vencimentos coincidentes, é possível constituir depósitos de moeda estrangeira em contas bancárias e gerir contas correntes em moedas estrangeiras

consoante as previsões futuras de pagamentos nessas moedas, em prol de converter esses montantes recebidos em moeda nacional; já nos casos dos pagamentos, existe a possibilidade de contracção de empréstimos numa moeda estrangeira para cumprir pagamentos, sendo a sua liquidação efectuada após as cobranças na mesma moeda. O excedente do montante conciliado num *matching* de uma moeda poderá ser convertido através de *forwards*, eliminando também o risco cambial das importâncias a descoberto.

Segundo Matos (1992), **Swap de divisas** consiste na troca entre duas partes de um montante expresso numa divisa por outro montante equivalente expresso numa outra divisa com base numa taxa de câmbio pré-convencionada entre as partes. É uma transacção entre duas partes cujas necessidades de divisas são complementares e tem geralmente uma instituição bancária como intermediário. Este tipo de técnica permite cobrir o risco cambial de empréstimos em moeda estrangeira, obter ainda vantagens associadas a taxas de juro mais baixas e ainda diversificar o endividamento. Explica o autor, que uma entidade X pode contrair um empréstimo expresso numa moeda estrangeira B e uma empresa Y contrair financiamento numa moeda estrangeira A. Este procedimento deixaria as duas sujeitas ao risco cambial. De forma, a eliminar o risco cambial e, ainda, beneficiar de ganhos nas taxas de juro, porque, em princípio ambas as entidades têm maior poder de negociação junto dos seus bancos nacionais, a mesma entidade X deverá contrair um empréstimo na sua moeda e a entidade Y contrair também ela um empréstimo na sua moeda, sendo que os montantes dos empréstimos deverão ser equivalentes. Os montantes serão trocados e as duas entidades ficarão com as moedas estrangeiras pretendidas. No vencimento de juros e das prestações de capital as duas entidades voltam a trocar fluxos de modo a eliminarem o risco cambial. Tal procedimento, também poderá ser realizado em operações de aplicações de fundos.

Os **contratos de futuros** permitem, também, fixar numa data futura, uma taxa de câmbio pré-acordada. Segundo Eitman *et al* (2001), são contratos que no início do século XIX permitiam garantir preços de produtos agrícolas e de algumas matérias-primas para uma data futura, atenuando o impacto das flutuações dos preços nos mercados. No início dos anos setenta do século anterior, este tipo de mercado passou também a contemplar os mercados financeiros, colmatando assim a necessidade de cobertura de risco cambial ou da taxa de juro, da mesma forma como já há muitas décadas se abordava o risco no preço dos produtos e matérias-primas. O mercado pioneiro foi o de Chicago, *Internacional Money Market* (IMM) que continua a ser um dos principais mercados, juntamente com o *Chicago Board of Trade* (CBT), *New York Futures Exchange*, *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE), *Singapore Mercantile Exchange* (SIMEX), *Marché à terme d'Instruments Financiers* (MATIF) de França e *Stock Exchange* de Tóquio.

Segundo Bastardo (1995) estes contratos são definidos pelo instrumento de referência, montante, prazo e modos de cotação e regularização. Para assegurar a liquidez, estes são sempre normalizados e transaccionados em mercados próprios e permitem facilmente aos subscritores a alteração da sua posição assumindo a posição contrária à anterior. Existem duas

partes envolvidas, comprador e vendedor e, uma câmara de compensação que controla as operações e assegura a existência de uma contrapartida. A dimensão do contrato é variável e o seu prazo chega aos dois anos. Por norma, os contratos têm vencimento de três em três meses, normalmente, Março, Junho, Setembro e Dezembro de cada ano. Um comprador contrata este tipo de técnica para poder adquirir uma divisa a uma taxa de câmbio e numa data previamente acordadas. A outra parte do contrato acorda vender essa mesma divisa à taxa de câmbio e data combinadas. O montante da transacção é também estabelecido inicialmente e este está regulado pela câmara de compensação.

Segundo Abor (2005), as duas partes representadas através de corretores, normalmente instituições bancárias, depositam inicialmente na câmara compensatória uma margem inicial que ronda normalmente os 2,5% do valor total do contrato, dependendo das entidades reguladoras. Esta margem é bastante reduzida comparativamente aos montantes contratados o que provoca um grande risco de alavanca em situações de especulação. Como a margem é reduzida, leva os especuladores a contratarem montantes mais elevados, podendo incorrer em perdas ou ganhos enormes. Diariamente, com a evolução das cotações, as duas partes do contrato terão evoluções contrárias, uma favorável e outra desfavorável, aumentando ou diminuindo os valores das margens iniciais. Cabe à câmara de compensação creditar ou debitar as contas dos corretores consoante o resultado para repor a margem inicial, creditando ou debitando estes, as contas dos seus clientes. Os operadores têm de manter o valor da margem inicial, tendo que repor o capital na situação de perda para continuar a manter o contrato activo, caso contrário a sua posição é liquidada pela câmara no dia seguinte. Em consequência de movimentações desfavoráveis consecutivas, esta técnica pode apresentar enormes prejuízos diários. A perda e o ganho máximo diário não poderão exceder a margem inicial.

No final do contrato o valor das margens é devolvido. Este mecanismo, segundo Holliwell (1998) garante que na liquidação do contrato a parte que apresentar prejuízo terá capacidade de cobrir a perda. A maior parte dos contratos de futuros não são concretizados. No vencimento do contrato ambas as partes adoptam uma posição inversa à inicial para finalizar o contrato, assumindo uma das partes um ganho e a outra parte uma perda. Como anteriormente referido, um comprador de um contrato de futuros sobre uma divisa comprará a uma taxa de câmbio acordada. Ao fechar o contrato assumindo uma posição de venda, existem 2 cenários possíveis: quando se verifique a valorização da divisa, este obtém um ganho no contrato de futuros que compensará a perda da compra no mercado à vista nessa data; caso se verifique uma desvalorização da divisa este obterá uma perda no contrato de futuros mas ao mesmo tempo também obterá um ganho no mercado à vista. Relativamente ao vendedor de um contrato de futuros será o raciocínio inverso. Deste modo, segundo Porfirio (2001) qualquer que seja o comportamento dos mercados, as perdas e ganhos nos mercados à vista e nos futuros correspondem à fixação de uma taxa de câmbio, ou seja, qualquer que seja a variação da taxa o resultado da transacção será sempre o mesmo, diminuindo o risco cambial. Visto este tipo de contrato ser padronizado nos montantes e

nos vencimentos, normalmente não cobre perfeitamente as posições expostas, sendo necessário o uso de outros mecanismos de cobertura adicionais para efectuar uma cobertura total.

Os **contratos de Opções** segundo Black e Scholes (1973) permitem a negociação entre duas partes (comprador e vendedor) com o fim de fixarem uma taxa de câmbio e uma data para efectuar uma transacção financeira (por exemplo, compra e venda de divisas). Apesar de terem clausulados relativamente *standard*, Cavazos (2004) afirma que o montante, o preço do exercício, o vencimento e o prémio são passíveis de negociação. Apareceram no início dos anos oitenta do século passado, sendo hoje em diatransaccionados um número significativo de contratos de opções relativos a divisas nos principais mercados de Nova Iorque, Chicago, Filadélfia, Amesterdão, Montreal e Londres.

Segundo Eitman *et al* (2001) existem contratos de opções de compra (*Call Options*) em que o comprador pretende comprar uma divisa, bem como contratos de opções de venda (*Put Options*) onde o comprador pretende vender uma divisa. Assim, o comprador de um contrato de opção tem sempre o direito de comprar ou vender um montante determinado expresso numa divisa ao vendedor do contrato pelo preço de exercício numa determinada data acordada. O comprador pagará ao vendedor do contrato um prémio para que ele tenha a obrigação de cumprir a sua parte do negócio. Este é o preço (prémio) a que o vendedor fica portanto obrigado a comprar ou vender a divisa a uma taxa pré-acordada, caso se trate de uma *Put* ou *Call Options* respectivamente e, ao mesmo tempo, o preço que o comprador paga por ter a opção (e não a obrigação) de comprar ou vender uma divisa a uma taxa de câmbio pré-acordada consoante sejam favoráveis ou desfavoráveis as flutuações cambiais. Vendedores de contratos de opções estão por norma relacionados com especulação de mercado e não com gestão do risco cambial. Estes recorrem normalmente a este tipo de ferramenta financeira para ganhar o prémio do contrato.

Segundo Dhanani (2004) estes contratos dividem-se em opções americanas em que a decisão de compra ou venda por parte do comprador poderá se feita em qualquer momento até ao vencimento e em opções europeias onde a decisão apenas poderá ser tomada na data de vencimento do contrato. As opções americanas apresentam um maior risco para o vendedor visto que este poderá ter perdas maiores quando o comprador tem a opção de escolha do momento para potenciar os seus ganhos. Neste caso, o prémio a pagar ao vendedor terá que ser naturalmente maior.

Uma opção, segundo Matos (1992) diz-se "*at the money*" sempre que o preço de exercício seja igual ao preço à vista na data de liquidação. Neste caso a perda do comprador será o valor do prémio pago ao vendedor e é indiferente optar pelo cumprimento do contrato ou não, visto que o preço de exercício é igual ao preço praticado no mercado nessa data (preço *spot*). Quando o preço de exercício for inferior ao preço *spot* numa *Call Option* ou o acontecimento inverso relativamente a uma *Put Option*, então essa opção diz-se "*in-the-money*", ou seja, existe um ganho na operação e a opção deverá ser exercida. O ganho total da operação será positivo se a diferença entre o preço de exercício e o preço *spot* for superior ao prémio pago ao vendedor do contracto. Caso a situação seja inversa à situação anterior então a opção diz-se "*out-of-the-*

*money*” e a opção não deverá ser exercida, pois será mais benéfico negociar no mercado à vista. Pode-se dizer então que, a perda de um comprador (posição *long*) é limitada ao prêmio pago, sendo os ganhos ilimitados e tanto maiores quanto maior for a evolução no sentido “*in-the-money*”. No caso do vendedor (posição *short*) de um contrato a situação é totalmente inversa, ou seja, os ganhos são limitados ao prêmio recebido, sendo que as perdas são ilimitadas e tanto maiores quanto maior for o movimento no sentido “*in-the-money*”. Este tipo de instrumento apresenta, portanto, um baixo risco para o comprador deste tipo de contratos, visto que as perdas são limitadas e conhecidas à partida. Em sentido contrário, o risco é enorme para o vendedor pois tem os ganhos limitados ao prêmio recebido inicialmente, mas poderá ter perdas ilimitadas, sendo esta a razão pela qual este tipo de abordagem (vendedor de contratos de futuros) é utilizada normalmente por especuladores e não por gestores.

Outra técnica externa de gestão do risco cambial bastante utilizada é o recurso à cobertura através de **contratos de seguros** contra o risco de câmbio feitos com instituições especializadas, normalmente organismos governamentais. Este tipo de instrumento requer o pagamento de prémios de seguro e comissões que podem por vezes ser onerosos e dependem do risco inerente às divisas a segurar. Nalguns casos, as entidades governamentais não aceitam assumir riscos elevados, não sendo possível contratar seguros deste tipo. Este instrumento permite cobrir o risco cambial durante um período de tempo estabelecido e pode ter em referência montantes elevados. Contudo, os prémios são pagos logo na assinatura do contrato, apenas são seguradas divisas convertíveis e em caso de evolução favorável das cotações, são os organismos seguradores que arrecadam os resultados positivos (Matos, 1992). Existem vários organismos de apoio neste tipo de instrumento tais como a Francesa *Compagnie française d'Assurance pour le Commerce Exterieur* (COFACE), a alemã *HERMES Kreditversicherungs*, a americana *Export Import Bank* (EXIMBANK), a italiana *Sezione speciale per l'Assicurazione del Credito all'Exportazione* (SACE), a japonesa *Ministry of International Trade and Industry* (MITI), a inglesa *Export Credits Guarantee Department* (ECGD) e a portuguesa Companhia de Seguros de Crédito (COSEC).

### 3.3. Técnicas de cobertura do risco da taxa de juro

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 referidas pela bibliografia.

O **Forward Rate Agreement (FRA)** é um instrumento de cobertura do risco de taxa de juro que consiste num acordo mediante banco e empresa ou entre dois bancos que acordam trocar entre si pagamentos de juros numa data futura, calculados sobre um determinado montante e para um período de juros que se inicia e termina no futuro, permitindo garantir, antecipadamente, o nível de um indexante variável no futuro. Este contrato pode cobrir financiamentos ou depósitos

com indexante variável. Caso se pretenda defender de subidas das taxas deve-se exercer uma posição longa (comprador). Caso contrário, a posição exercida deverá ser curta (vendedor). Podem ser estabelecidos sobre quaisquer montantes, o prazo é negociado entre as partes, podem ser negociados em quase todas as moedas, não há pagamentos de margens nem de comissões e servem, tal como acima referido, para cobrir o risco de variação da taxa de juro relativamente a depósitos ou a empréstimos uma vez que, as partes pagam a diferença em dinheiro e o risco de crédito restringe-se à possibilidade de não liquidação do diferencial de juros (Garcia e Didier, 2001).

No que respeita à cobertura de financiamentos se a taxa de liquidação (taxa de juro verificada no momento da liquidação do juro- data de início da operação subjacente) se fixar acima da taxa do FRA, o banco pagará à empresa o diferencial entre a taxa de liquidação e a taxa do FRA, fixada anteriormente. Nesta situação, embora a empresa, no financiamento subjacente pague juros indexados a uma taxa superior à taxa do FRA, esta garante que o seu custo de financiamento se situe ao nível da taxa do FRA, através do diferencial recebido entre as duas taxas. Caso contrário, numa situação em que a taxa de liquidação se fixar abaixo da taxa do FRA, será a empresa a pagar ao banco o diferencial entre as taxas. Apesar de pagar juros indexados a uma taxa inferior à taxa FRA, esta acaba por se financiar ao nível da taxa FRA, através do diferencial pago. Por esta razão se diz que o contrato FRA tem uma eficiência completa, uma vez que a taxa da operação subjacente acaba por ser sempre a taxa FRA contratada (Martins, 2009).

Segundo o mesmo autor, quando se trata de cobertura de aplicações, se a taxa de liquidação se fixar acima da taxa do FRA, a empresa pagará ao banco o diferencial entre a taxa de liquidação e a taxa do FRA, na data de início da operação subjacente. Nesta situação, embora a empresa, no depósito subjacente receba juros indexados a uma taxa superior à taxa do FRA, tem uma remuneração real ao nível da taxa do FRA, via pagamento do diferencial entre as duas taxas. Numa situação contrária, o banco pagará à empresa o diferencial entre a taxa do FRA e a taxa de liquidação. Nesta situação, mesmo a empresa recebendo juros indexados a uma taxa inferior à taxa do FRA, esta garante que a remuneração da sua operação se situe ao nível da taxa do FRA, através do recebimento do diferencial entre as duas taxas.

Outro instrumento existente é o **Swap de Taxa de Juro**, que segundo Mendonça e Faustino (1998), consiste num acordo entre duas entidades, onde trocam pagamentos de juros periódicos - mensais, trimestrais, semestrais ou anuais, permitindo cumprir orçamentos e proteger a conta de exploração das empresas contra o agravamento dos encargos financeiros. É um produto de cobertura do risco de taxa de juro que permitir transformar as responsabilidades, em termos da taxa de juro – fixa para variável e vice-versa – de um qualquer financiamento ou aplicação de fundos. Caso uma empresa tenha contraído um empréstimo ou aplicação financeira com juros indexados a uma taxa variável, esta pode trocar para uma taxa fixa evitando o risco financeiro, uma vez que passa a saber com exactidão os *cash-flows* futuros. No caso de uma empresa que tenha obrigações contratuais sobre um empréstimo indexado a uma taxa fixa, esta poderá trocar

para uma taxa variável caso existam previsões que esta diminua no futuro. O mesmo poderá acontecer no caso de aplicações, caso se preveja uma subida das taxas de juro.

Segundo Matos (1992), O **Cap** é um instrumento financeiro de cobertura do risco de taxa de juro, destinado a financiamentos indexados a uma taxa de juro variável, que permite ao seu comprador, mediante o pagamento de um prémio na data da contratação, fixar o limite superior de flutuação do indexante que se quer cobrir - taxa de referência, fixando o seu custo de financiamento máximo. Simultaneamente, a empresa compradora do **Cap** poderá beneficiar das descidas que vierem a ocorrer na taxa de referência, abaixo da taxa garantida pelo **Cap**, ao longo da vida da operação. Este instrumento é a solução ideal quando a empresa pretende protecção total contra o risco de subida das taxas de juro, acima de um determinado nível, mas que, simultaneamente, permite também beneficiar das eventuais descidas que possam ocorrer no futuro. Para a empresa, o custo de oportunidade está limitado ao prémio pago, enquanto os ganhos são potencialmente ilimitados. Em cada uma das datas de fixação da taxa de referência (por exemplo a Euribor), o nível desta taxa será comparado com a taxa do **Cap**: se a taxa de referência for superior à taxa do **Cap**, a opção é exercida, pagando o banco à empresa, o diferencial entre estas duas taxas, na data de pagamento dos juros. Caso a taxa de referência seja igual ou inferior à taxa do **Cap**, a opção não é exercida, beneficiando a empresa da descida das taxas de juro.

Segundo Brigo e Mercurio (2001), o **Floor** está dentro do mesmo estilo que o instrumento anterior, apesar de uma abordagem oposta. É também um instrumento financeiro de cobertura do risco de taxa de juro, destinado a aplicações indexadas a uma taxa de juro variável, mas que permite ao seu comprador, mediante o pagamento de um prémio na data da contratação, fixar o limite inferior de flutuação do indexante que se quer cobrir - Taxa de Referência, fixando a sua remuneração mínima. Simultaneamente, a empresa compradora do **Floor** poderá beneficiar das potenciais subidas futuras da taxa de referência, acima da taxa garantida pelo **Floor**, ao longo da vida da operação. Este instrumento é a solução ideal para a protecção total contra o risco de descida das taxas de juro, abaixo de um determinado nível, mas que, também permite simultaneamente, beneficiar de potenciais subidas futuras. Para a empresa, o custo de oportunidade está limitado ao prémio pago, enquanto que os ganhos são potencialmente ilimitados. Em cada uma das datas de fixação da taxa de referência ( por exemplo a Euribor), o nível desta taxa será comparado com a taxa do **Floor**: se a taxa de referência for inferior à taxa do **Floor**, a opção é exercida, pelo que o banco, na data de pagamento dos juros, pagará à empresa o diferencial entre estas duas taxas. Caso contrário, a opção não é exercida, beneficiando a empresa da subida das taxas de juro.

Segundo Hull (2002), para a cobertura do risco de um financiamento ou aplicação financeira, pode-se conjugar a venda de um **Floor** com a compra de um **Cap** – **Collar**, o que lhe permitirá reduzir ou mesmo anular o prémio a pagar contratando os instrumentos isolados. Este é um contrato financeiro de gestão de risco de taxa de juro que resulta da combinação de duas opções - **Cap** e **Floor** - ambas com as mesmas características, em termos de montante, taxa de

referência e prazo, sendo que uma das opções é comprada e outra é vendida ao banco. É uma solução que resulta da combinação de opções e que permite reduzir ou mesmo eliminar totalmente o custo de cobertura do risco de taxa de juro, por via da definição de um intervalo de variação do indexante variável (por exemplo a Euribor), ao longo da vida da operação. No caso de um empréstimo, sempre que a taxa de referência suba acima do limite máximo definido, o banco paga o diferencial à empresa, caso desça abaixo do limite mínimo, é a empresa que paga ao banco a diferença. Assim, o custo do financiamento mantém-se no intervalo inicialmente definido. Nas aplicações financeiras a lógica do funcionamento é a inversa.

#### **4. Técnicas de gestão do risco disponíveis para as empresas portuguesas**

Para ajudar e incentivar as empresas portuguesas a procurar alargar o seu negócio nos mercados internacionais, existem linhas de financiamento especializado (PME Invest) para empresas nacionais, beneficiando de condições especiais de cobertura do risco, carência, prazos e juros. Estes empréstimos estão disponíveis através dos principais bancos a operar em Portugal, incentivando a aquisição de activos. Existem outras entidades e incentivos estatais/comunitários tais como o QREN (Quadro de Referência Estratégico Nacional), que oferecem apoio através de subsídios reembolsáveis e a fundo perdido, incentivando a internacionalização, inovação, investigação e desenvolvimento, a SOFID (Sociedade para o Financiamento e Desenvolvimento), que apoia financeiramente empresas nacionais em projectos de investimento sustentáveis em países emergentes e em vias de desenvolvimento (como são os casos de Angola e Moçambique), através de financiamentos, linhas de crédito, participações de capital e garantias, a AICEP (Associação Internacional das Comunicações de Expressão Portuguesa), que presta serviços de suporte e aconselhamento sobre a melhor forma de abordar os mercados externos, identifica oportunidades de negócios internacionais e acompanha o desenvolvimento de processos de internacionalização das empresas portuguesas, a COTEC - Associação Empresarial para a Inovação, que visa promover o aumento da competitividade das empresas localizadas em Portugal, através do desenvolvimento e difusão de uma cultura e de uma prática de inovação, bem como do conhecimento residente no país, ou o SIFIDE (Sistema de Incentivos Fiscais à Investigação e Desenvolvimento Empresarial) e o Decreto-Lei nº250/2009 de 23 de Setembro que disponibilizam incentivos fiscais através de deduções significativas na matéria colectável face às despesas de investigação de desenvolvimento e de internacionalização, respectivamente.

Para além destas ajudas, e mais especificamente no que respeita à cobertura do risco, existem empresas seguradoras de crédito tais como a COSEC, que apresentam soluções de cobertura para os vários riscos a que as empresas estão sujeitas quando se internacionalizam. Existem também, as instituições financeiras que oferecem várias ferramentas para a cobertura do risco. No caso de instrumentos financeiros negociados em bolsa, tais como os futuros e opções sobre divisas, são negociados em mercados de derivados fora da bolsa de Lisboa, pelo que é necessário recorrer a bolsas internacionais através de intermediários ou instituições financeiras.

De seguida, serão apresentadas as técnicas de pagamento, e de cobertura do risco disponibilizadas nos cinco principais bancos nacionais: Caixa Geral de Depósitos (CGD), Banco Português de Investimento (BPI), Banco Comercial Português (BCP), Banco Espírito Santo (BES) e Montepio Geral (MG).

#### 4.1. Técnicas de Pagamento e Formas de Financiamento no Comércio Internacional

As técnicas de pagamento e formas de financiamento anteriormente referidas poderão ser executadas nas instituições financeiras nacionais. Seguem-se alguns exemplos de técnicas disponíveis nas instituições referidas:

Quadro nº 3 – Técnicas de pagamento e formas de financiamento

TÉCNICAS	CGD	BPI	BCP	BES	MG
Formas de financiamento					
Factoring internacional	✓	✓	✓	✓	✓
Forfaiting	✓	✓	✓	✓	✓
Financiamento externo	✓	✓	✓	✓	✓
Meios de Liquidação Directa					
Swift	✓	✓	✓	✓	✓
Ordem sobre estrangeiro	✓	✓	✓	✓	✓
Cheque sobre estrangeiro	✓	✓	✓	✓	✓
Operações documentárias					
Remessa documentária	✓	✓	✓	✓	✓
Crédito documentário	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: site das instituições referidas

#### 4.2. Técnicas de Gestão do Risco Cambial

Ao que respeita à oferta de produtos de cobertura do risco cambial que se encontra disponível nas instituições bancárias nacionais, temos a seguinte situação:

Quadro nº 4 – Técnicas cobertura do risco cambial

PRODUTO FINANCEIRO	CGD	BPI	BCP	BES	MG
<i>Forward</i>	✓	✓	✓	✓	✓
<i>Forward plus</i>		✓		✓	
<i>Swap cambial</i>	✓	✓	✓		✓
Opções cambiais	✓	✓	✓	✓	✓
Cilindro		✓	✓	✓	✓

Fonte: site das Instituições referidas

Face aos instrumentos de cobertura do risco cambial apresentados anteriormente, verificámos que existem algumas especificidades nos instrumentos disponíveis nas entidades bancárias, que de seguida explicaremos.

O *forward plus* é um derivado do contrato *forward* mas com a especificidade de, através de um limite, permite beneficiar de movimentações favoráveis do mercado. Elimina por completo o risco associado a movimentos desfavoráveis da taxa de câmbio, mantendo uma grande parte do benefício de um movimento favorável. Caso um exportador queira garantir a venda de USD num prazo de 6 meses, este deverá comprar uma *Call* EUR/USD a 1,30, bem como, deverá vender uma *Put* a 1,30, com uma barreira a 1,20. No final do prazo, caso o câmbio EUR/USD seja superior a 1,30, o exportador exerce a opção e vende os USD a 1,30, garantindo a sua protecção. Caso seja inferior, existem dois cenários: se for superior à barreira 1,20, nenhuma opção é exercida e os USD são vendidos ao preço de mercado, beneficiando do movimento favorável; se for inferior à barreira 1,20, o banco exerce a opção e o exportador terá que vender os USD a 1,30.

O cilindro é um derivado das opções mas com a particularidade de conferir também ao cliente um câmbio mínimo e máximo numa data futura. Permite, assim, proteger de oscilações desfavoráveis da taxa de câmbio e, simultaneamente, garantir o benefício de uma movimentação favorável do câmbio. Recorrendo ao exemplo anterior, o exportador deverá comprar uma *Call* a 1,30 e vender uma *Put* a 1,20. No final do prazo, mesmo que o câmbio seja superior a 1,30, o exportador vende USD a 1,30. Caso o câmbio seja inferior, existem dois cenários: se estiver no intervalo entre 1,30 e 1,20, nenhuma opção é exercida e o exportador venderá ao preço de mercado, beneficiando da movimentação favorável; caso seja inferior a 1,20, o banco exercerá a sua opção, vendendo ao exportador USD a 1,20.

No caso específico dos contratos de Futuros, não se encontram no mercado de balcão e são negociados em mercados de derivados fora da bolsa de Lisboa. Por isso, é necessário recorrer a intermediários que operam em bolsas internacionais. As instituições financeiras referidas, também podem dar resposta neste tipo de instrumento, através da intermediação com os mercados internacionais.

Finalmente, a COSEC – Companhia de Seguros de Créditos, SA disponibiliza vários seguros de protecção do risco aos seus clientes:

- ✓ Seguros de créditos de vendas a prazo de bens e serviços;
- ✓ Seguros de caução;
- ✓ Seguros de cobertura de riscos políticos e extraordinários:
  - Seguros de exportação;
  - Seguros de créditos financeiros;
  - Seguros de caução com garantia do Estado;
  - Seguros de investimento.

Os seguros de crédito cobrem o não pagamento das vendas a prazo e contemplam o risco de mora, falência ou insuficiência comprovada judicialmente. Os seguros de caução garantem o bom

funcionamento contratual assumido e destinam-se principalmente a empreitadas ou construtores e fornecedores de bens e serviços que tenham que pagar uma caução. Já os seguros de cobertura de riscos políticos cobrem o investimento em países com risco elevado, podendo dividir-se nos seguintes produtos: seguro de exportação que cobre o incumprimento do importador público ou privado estabelecido em país considerado de risco, causado por factos de natureza política, monetária ou catastrófica; risco de crédito financeiro que cobre directamente o incumprimento no reembolso dos financiamentos à exportação; seguro de caução com garantia do estado português, que garante o bom cumprimento de obrigações contratuais assumidas na ordem externa; e seguro de investimento que cobre os riscos do investimento português no estrangeiro (COSEC, 2010).

### 4.3. Técnicas de Gestão do Risco da Taxa de Juro

Relativamente às técnicas de cobertura do risco da taxa de juro, apresentamos de seguida a oferta disponibilizada pelas instituições financeiras nacionais referidas anteriormente:

Quadro nº 5 – Técnicas cobertura do risco da taxa de juro

PRODUTO FINANCEIRO	CGD	BPI	BCP	BES	MG
FRA	✓	✓	✓	✓	✓
Swap taxa juro	✓	✓	✓	✓	✓
Opções: Cap, Floor, Collar	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: site das Instituições referidas

### 4.4. Técnicas de gestão do risco e apoios financeiros para a internacionalização em países com economias emergentes

Em virtude, do grupo empresarial alvo deste estudo ter a sua actividade internacionalizada em África, apresentamos de seguida diversos instrumentos financeiros disponibilizados por instituições internacionais, específicos para o apoio à entrada e consolidação de empresas em países com economias emergentes.

Assim, para além das entidades nacionais referidas anteriormente, as empresas portuguesas podem encontrar mais apoios no seu processo de internacionalização recorrendo a instituições estrangeiras. O objectivo destas instituições é incentivar o desenvolvimento nos países com economias emergentes através da expansão de empresas bem sucedidas, principalmente nos mercados domésticos europeus e americanos. Uma dessas instituições é o Banco Mundial que oferece às empresas opções atractivas de financiamento, com taxas de juro mais baixas e melhores prazos, instrumentos de cobertura do risco cambial e da taxa de juro (*swaps* e opções), de crédito e de propriedade (seguros e garantias), para assegurar a aposta em mercados emergentes (BANCO MUNDIAL, 2010).

Os empréstimos do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), instituição pertencente ao Banco Mundial, efectuados nas principais moedas, são mais competitivos e flexíveis do que outras opções de financiamento disponíveis nos mercados financeiros nacionais. Estes apresentam prazos de vencimento até 30 anos, preços baseados nos mercados, flexibilidade para ajustar os prazos de reembolso e produtos de cobertura do risco cambial e da taxa de juro (*swaps* e opções) durante o período do empréstimo. Através destes empréstimos as empresas têm acesso à moeda local no momento do reembolso ou em qualquer momento durante a vida do financiamento, de modo a não terem constantemente que comprar moeda estrangeira, reduzindo as vulnerabilidades futuras ao risco cambial. Esta instituição oferece também soluções de gestão do risco causado por catástrofes naturais que levem a perdas nos bens materiais situados nos países em vias de desenvolvimento, para onde a empresa se pretende expandir (BANCO MUNDIAL, 2010).

Outra instituição que pretende promover o desenvolvimento em países com economias emergentes e que oferece várias opções de apoio ao investimento é o Banco Africano de Desenvolvimento (BAD). Para combater a pobreza e o subdesenvolvimento dos países africanos, esta instituição põe à disposição das empresas que pretendem expandir-se para esses mercados, financiamentos com condições especiais, a taxas de juro mais competitivas e prazos mais alargados, empréstimos em moedas locais, garantias bancárias para facilidade de crédito noutras instituições, assistência técnica, acompanhamento e aconselhamento sobre a resposta aos impactos de crises financeiras e técnicas de cobertura de risco cambial, tais como *swaps* de divisas, *swaps* de taxas de juro, *caps* e *collars* (BAD, 2010).

Já o Banco Europeu de Investimento, através do Fundo Fiduciário EU-África para as infra-estruturas disponibiliza bonificações de juros em empréstimos, a prazos alargados, assistência técnica, incluindo estudos de viabilidade e capacitação institucional e prémios de seguro para cobertura do risco do país durante a fase inicial do projecto (BEI, 2010).

## **5. Técnicas de cobertura do risco mais utilizadas em Portugal**

Têm existido alguns estudos sobre as estratégias de cobertura do risco cambial utilizadas pelas empresas portuguesas. Entre eles, encontramos o estudo de Ramos e Silva (2003) relativo à análise do processo de decisão de financiamento utilizado pelas maiores empresas portuguesas, onde estudaram também o método de gestão do risco cambial utilizado. Os autores chegaram à conclusão que 48,1% das empresas estudadas assumiam exposição ao risco cambial devido a financiamentos em moeda estrangeira. No que diz respeito, a empresas cotadas em bolsa e sociedades anónimas esta percentagem aumenta para 57,7% e 51,0%, respectivamente, evidenciando uma maior utilização de financiamentos em moeda estrangeira nas empresas de maior sofisticação a nível da gestão. Apenas 40,3% das empresas no estudo efectuavam a cobertura do risco cambial sistematicamente, sendo que nas empresas cotadas em bolsa e sociedades anónimas os graus de cobertura são superiores: 75,7% para o risco cambial, 62,5% para o risco da taxa de juro e 5,8% para outro tipo de riscos. Os produtos financeiros mais

utilizados para a cobertura do risco eram os Swaps cambiais (56,5% das empresas estudadas), Swaps de taxa de juro (55,1%), Opções (33,3%), FRA (32,9%), Futuros (18,8%) e outros instrumentos, tais como *forwards*, *forwards plus* ou cilindro (2,9%).

Outro estudo é o de Alves *et al* (2006) relativo a Risco Cambial: Gestão e divulgação de informação – O caso das empresas do PSI 20. Os autores concluíram que as operações em moeda estrangeira mais frequentes são as importações, exportações, financiamentos e a existência de filiais estrangeiras. Verificaram também, que a política de gestão do risco cambial não é bem definida mas que existe intenção de controlo do risco através de um órgão próprio para o efeito, que actua sobre preços de venda, sobre activos e passivos e que realiza regularmente operações de compensação. São também utilizados alguns instrumentos de cobertura do risco tais como contratos Forward, Opções, Swaps e contratos de cobertura através de organismos oficiais. Para além disso, observaram que as variações cambiais não têm um impacto significativo nos resultados da maioria das empresas estudadas, uma vez que o nível de internacionalização é baixo e grande parte dela é dentro da zona euro, bem como que as empresas que mais procuram os mercados internacionais, mostram uma maior preocupação pela gestão dos riscos e apresentam, portanto, índices de cobertura mais elevados, devido à sua gestão competente.

Os mesmos autores em 2007 apresentaram outro estudo sobre a gestão do risco cambial, as fontes de risco e as técnicas de pagamento, onde foi estudada uma empresa do sector dos sistemas de informação que apresentava 75% do volume de negócios em moeda estrangeira. Apesar deste ter um elevado peso no volume de negócios total, não existia ainda grande preocupação com o impacto das variações cambiais nos resultados da empresa. Este facto deve-se à utilização de moedas fortes e à relação com parceiros de confiança, diminuindo o risco de crédito e a utilização de meios de pagamentos sofisticados.

A realização destes estudos conclui que as empresas estão cada vez mais expostas ao risco cambial e que a sua cobertura através de instrumentos financeiros é normalmente maior em empresas de maiores dimensões (empresas cotadas em bolsa e sociedades anónimas). Nota-se que, apesar de a generalidade das empresas, não usar frequentemente instrumentos mais sofisticados, estas têm cada vez mais preocupações em evitar o risco cambial e da taxa de juro, sendo expectável, o crescimento da frequência de utilização de instrumentos financeiros na cobertura do risco.

## **Parte II: Estudo Empírico**

### **6. O estudo de caso**

#### **6.1. Apresentação da empresa**

O estudo de caso aplicado incide sobre um grupo económico empresarial português que actua na área dos sistemas e tecnologias de informação e cuja empresa mãe é a SINFIC, Sistemas de Informação Industriais e Consultoria, SA, adiante designada apenas por SINFIC.

A SINFIC foi criada em 1990 e chega aos dias de hoje como uma sólida referência no mercado devido à sua aposta constante na inovação de soluções e de mercados servidos, recorrendo a recursos humanos altamente qualificados e à utilização das melhores ferramentas e metodologias de desenvolvimento de *software*. A título de exemplo, possui várias certificações organizacionais como a ISO 9001 e várias são as unidades estratégicas de negócio que já obtiveram o nível 3 do CMMI (*Capability Maturity Model*) que, representa um padrão de excelência no desenvolvimento de *software* e poucas empresas em Portugal estão capacitadas para o obter (SINFIC, 2010).

A sua missão é “manter uma orientação clara na formação e sustentabilidade do seu capital intelectual, demonstrando vantagem competitiva numa perspectiva de transportar inovação e qualidade aos seus clientes nas diferentes áreas geográficas e num enquadramento de partilha de valor com as suas equipas e parceiros” (SINFIC, 2010:59).

Nesse sentido, os valores pela qual se rege são “aprender mais com o futuro do que com o passado, desenvolver a equidade e ser solidário, ser ético e ter espírito cívico, promover a autonomia e partilhar o conhecimento, ser compreensivo e cooperativo, promover a responsabilidade social, construir inovação, estar próximo das comunidades do futuro e estar orientado para o resultado” (SINFIC, 2010:59).

A empresa nasceu como uma *software house* e desenvolveu o seu próprio produto que, consistiu na criação de um sistema integrado de gestão (actualmente designado por ERP - *Enterprise Resources Planning* - sistemas de informação que integram todos os dados e processos de uma organização num único *software*). A partir de 1992 apostou num conjunto de parcerias tecnológicas e acordos estratégicos de distribuição que lhe permitiram representar diversos *softwares* de referência, adquirindo um *know-how* especializado em novas tecnologias de informação e deixando assim de ser uma empresa mono produto (SINFIC, 2009).

A partir de 1996 há uma clara aposta na criação de uma oferta com maior valor acrescentado e na conseqüente incorporação progressiva de serviços junto dos clientes, passando a integrar diferentes *softwares* e sistemas de informação e a desenvolver projectos à medida das necessidades do mercado. Com esta alteração estratégica, a empresa passou a estruturar-se em várias unidades estratégicas de negócio (UEN) autónomas, cada uma com o seu próprio gestor, responsável pelo desenvolvimento dos seus sistemas produtivos e pela sustentabilidade do seu negócio, com uma visão, objectivos, uma equipa e recursos necessários à entrega de soluções que servem uma comunidade de clientes. Cada unidade passou a ter demonstrações financeiras individuais que permitem a avaliação e comparação face aos objectivos mensais estabelecidos. Este sistema proporciona, assim, um maior foco no mercado e elevados índices de criatividade e motivação, derivados de uma maior autonomia e descentralização da autoridade, diminuindo as relações burocráticas entre os diferentes departamentos e o número de níveis hierárquicos que atrasavam a tomada de decisão (SINFIC, 2010).

Numa indústria com grande diversidade de oferta de produtos e serviços, este novo modelo organizacional permitiu à empresa diversificar com maior facilidade o seu negócio, sem perder índices de qualidade no nível de serviço prestado.

Finalmente, a partir de 2008 e, resultado do desenvolvimento de projectos de elevada dimensão e de grande complexidade que, exigiram a integração de diferentes competências das várias unidades estratégicas de negócio, a SINFIC, começou a apresentar a sua imagem institucional, chamando a atenção para os vários eixos estratégicos onde detinha *know-how* qualificado e diferenciador: gestão integrada do território, soluções de negócios, modernização administrativa, segurança e defesa, gestão de infra-estruturas e serviços associados, hotelaria e turismo, *management* organizacional, concepção - desenvolvimento - integração de sistemas e energia e transportes. (Sinfic, 2009)

Em redor dos eixos estratégicos definidos, a empresa possui actualmente 23 unidades estratégicas de negócio, cerca de 20 parcerias tecnológicas (onde muitas vezes tem a exclusividade de comercialização das soluções), várias dezenas de alianças comerciais (empresas que vendem e implementam as suas soluções), mais de 30 marcas próprias registadas e 18 certificações organizacionais, que são referenciais nacionais e internacionais na realização dos processos de trabalho. Assim, não surpreende que hoje tenha inúmeros clientes em vários sectores de actividade, salientando-se pela sua importância no volume de negócios, o governo e a administração pública, a banca, os seguros, os transportes, o turismo, as indústrias de madeira e alimentares, o comércio, a distribuição e os serviços (SINFIC, 2010).

Relativamente, à sua estrutura organizacional interna, fazem ainda parte as unidades de suporte ao negócio (USN) que disponibilizam serviços a todas as unidades estratégicas de negócio. São elas as unidades compras e logística, recrutamento e selecção, administração da empresa, marketing, administrativa e contabilística, financeira e risco, infra-estruturas e gestão da qualidade. Estas, têm que elaborar, igualmente, orçamento anual e estabelecer objectivos, as suas responsabilidades e as valorizações das entregas/serviços que prestam, funcionando como centros de resultados.

Para além disso e, de acordo com a lógica *one stop shop* (apresentação de soluções completas à medida de cada cliente), a SINFIC apresenta uma panóplia de parceiros comerciais pertencentes ao mesmo grupo de accionistas, que garantem uma oferta global e diversificada nos mais diversos mercados e sectores de actividade (SINFIC, 2010):

- INOVA, SA: garante competências no âmbito do mercado da administração pública e da modernização administrativa;
- BIOGLOBAL, SA: garante competências mais alargadas na área da biometria, de modo a reforçar o eixo estratégico da segurança e defesa;
- NOVAGEO Solutions, SA: garante competências na área dos sistemas de informação geográficos e na cartografia;

- SINFIC ANGOLA, SA: garante a presença em todas as províncias de Angola;
- SINFIC MOÇAMBIQUE, Lda: garante a presença em todas as províncias de Moçambique

A INOVA, a BIOGLOBAL e a NOVAGEO, embora apoiem a actividade da SINFIC, tanto a nível nacional como internacional, actuam como seus fornecedores nacionais, não estando expostas ao risco cambial e, por isso, não irão ser objecto do estudo.

Já a SINFIC Angola detém actualmente um volume de negócios 52 milhões de USD, sendo a principal empresa de tecnologias de informação a actuar no mercado angolano. A empresa foi criada de raiz com uma organização orientada segundo o modelo empresarial existente em Portugal, focando-se nos mesmos eixos estratégicos que a sua casa mãe portuguesa, dividindo-se igualmente em unidades estratégicas de negócio e unidades de suporte ao negócio. Toda a sua actividade funciona em moeda estrangeira e, como tal, está claramente sujeita aos diversos riscos do comércio internacional, condicionando bastante a actividade em Portugal. Sendo assim, o estudo irá abordar tanto a SINFIC como a SINFIC Angola.

A outra filial, a SINFIC Moçambique apresenta ainda um volume de negócios bastante reduzido, pelo que também não irá ser objecto deste trabalho de investigação.

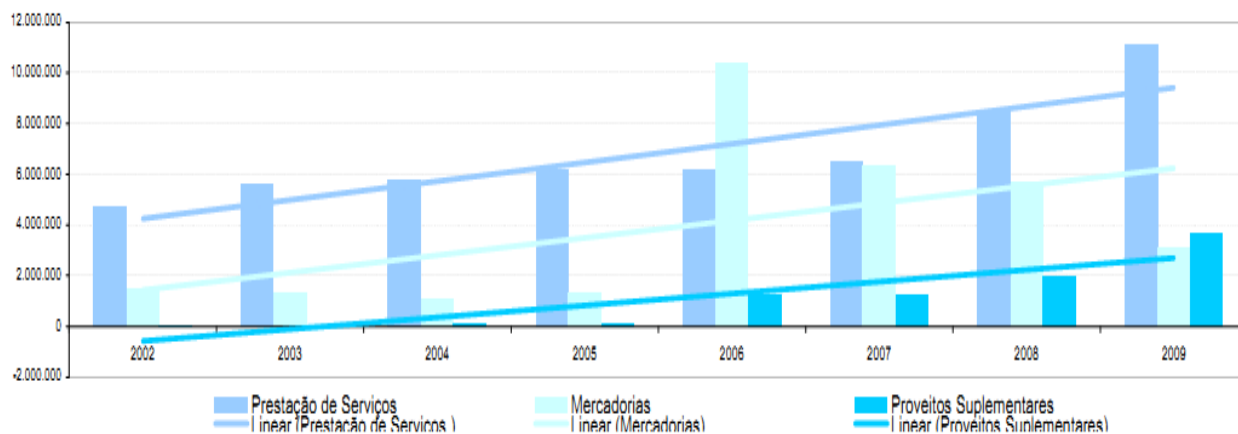
## **6.2. O nível de internacionalização da actividade**

Na primeira metade da década de 90 a empresa começa a dar os primeiros passos em Angola através da procura de parceiros comerciais. O principal objectivo foi salientar a importância das tecnologias de informação no registo e localização da população, bem como na criação de infra-estruturas de implementação do registo de propriedade. Com o decorrer dos anos surge a necessidade de manter uma presença mais forte no território angolano, através de meios técnicos e humanos para assegurar a qualidade dos serviços prestados aos clientes, quer na negociação, venda, implementação e assistência. Com isto é criada em 2001 a empresa SINFIC Angola, sua filial naquele mercado. A casa mãe é responsável pelo planeamento estratégico, pela criação de competências e aquisição de tecnologias, sendo a sua filial em Angola responsável pela comercialização e divulgação no mercado. A assistência técnica e manutenção dos sistemas implementados nesse mercado são asseguradas por técnicos especializados formados na empresa mãe, uma vez que o nível de complexidade dos projectos não se adequa à competência dos recursos humanos nesse mercado. A partir de 2005 começa a haver uma aposta mais forte em Angola na tentativa de aproveitar na plenitude as suas oportunidades decorrentes do forte crescimento da economia. É neste momento que a empresa consolida a sua internacionalização. Houve um aumento nas economias de escala na sua filial em Angola, incrementando as infra-estruturas, recrutando mais pessoal, investindo em formação, etc.

A aposta na internacionalização para o mercado angolano teve uma resposta imediata muito positiva. O volume de negócios da empresa portuguesa teve um aumento de cerca de 120% de 2005 para 2006. No quadriénio que antecedeu a internacionalização (2002-2005) a empresa

apresentava um volume de negócios médio entre os 6 e 7 milhões de euros, ao passo que no quadriénio seguinte, ou seja, após a internacionalização (2006-2009), este apresentou um aumento superior a 110% para valores a rondar os 14,5 milhões de euros.

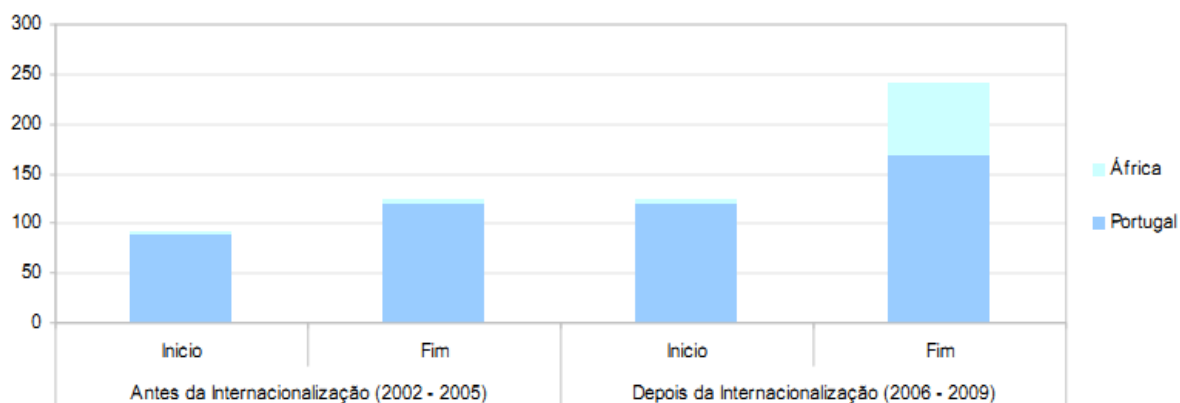
Gráfico nº 1 – Evolução dos Rendimentos



Fonte: SINFIC 2010

Para fazer face ao incremento de volume de negócios foi necessário aumentar a estrutura da empresa recorrendo à contratação de novos recursos humanos especializados, garantindo o bom funcionamento e a satisfação dos clientes. O número de funcionários quase que duplicou no quadriénio seguinte à internacionalização. Apesar do aumento de 40% em Portugal ter sido significativo, foi o incremento do número de colaboradores em Angola, com contrato com a SINFIC portuguesa, que teve o papel mais importante, crescendo cerca de 1700%. No espaço de 4 anos a empresa passa de 4 para 72 funcionários a trabalhar nesse mercado.

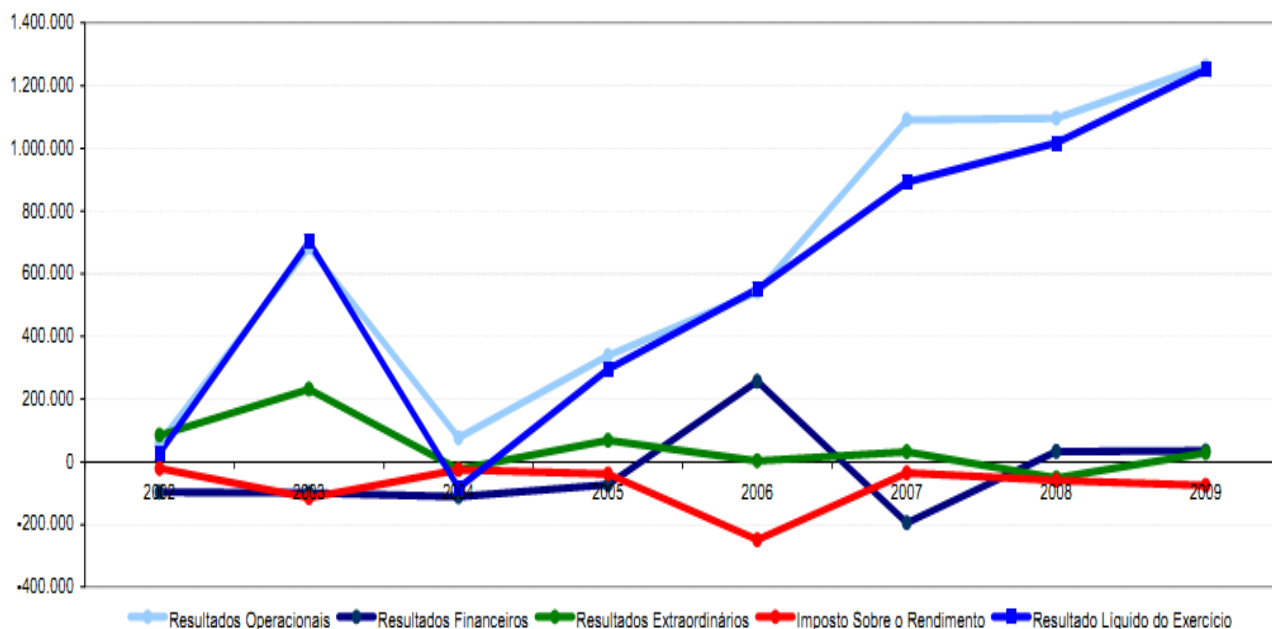
Gráfico nº 2 – Evolução do nº colaboradores



Fonte: SINFIC 2010

Com o crescimento da actividade, os resultados obtidos também sofreram um forte incremento. No último quadriénio o resultado líquido acumulado atinge o notável valor de 3.711.172 EUR contra os 940.541 EUR no quadriénio anterior.

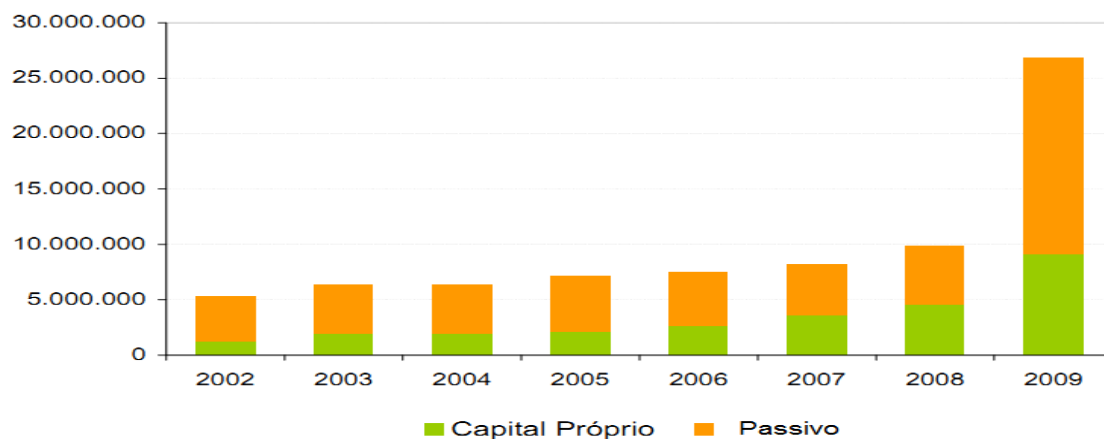
Gráfico nº 3 – Evolução dos Resultados



Fonte: SINFIC 2010

Ao nível do balanço, o efeito da internacionalização também se fez notar com um aumento de 400 % no Activo da empresa no período 2002-2009. Para fazer face a este aumento dos seus activos, a empresa necessitou de se financiar convenientemente. Para isso, aumentou os seus capitais próprios, através de aumento de capital e retenção de resultados, bem como, recorreu a financiamentos externos através de empréstimos. Pode observar-se no seguinte gráfico, o exponencial aumento destas rubricas.

Gráfico nº 4 – Evolução do Balanço



Fonte: SINFIC 2010

É, portanto, notório, o impacto positivo que a internacionalização teve no crescimento da empresa nos últimos anos. O crescimento deu-se a todos os níveis, o que leva a querer que a aposta em novos mercados foi um sucesso. Com base nos quadros seguintes, pode-se dizer que apesar da queda do volume de negócios em 2010, os resultados da empresa têm apresentado valores constantes, o que evidencia um bom desempenho na gestão dos resultados. A nível do balanço, este apresentou um crescimento exponencial nos últimos anos, por via do incremento, sobretudo, das dívidas de terceiros relativos aos serviços prestados ao estado angolano que revelou algumas dificuldades de cumprimento dos prazos de pagamento durante o ano de 2010. Devido ao elevado crescimento do activo, o retorno sobre o investimento (ROI) e a rentabilidade dos capitais próprios (RCP) ainda não apresentam valores muito significativos, esperando-se nos próximos anos recuperar os investimentos até agora realizados. Quanto às fontes de financiamento, verificámos um maior crescimento do passivo, o que é natural face à incapacidade da actividade em gerar excedentes suficientes, e um maior peso dos gastos financeiros nos resultados, levando à diminuição do rácio de cobertura dos encargos financeiros.

Quadro nº 6- Análise Económica- SINFIC

ANÁLISE ECONÓMICA	2010	2009	2008
Volume Negócios	10.438.298	14.307.536	14.230.419
Resultados Operacionais	1.942.371	2.045.047	1.742.071
Resultados Líquidos	1.430.757	1.338.694	1.742.071
Valor Acrescentado Bruto	9.212.984	9.374.317	7.901.783
ROI	5,1%	5,4%	17,7%
RCP	13,2%	18,4%	22,3%

Fonte: SINFIC (2010)

Quadro nº 7- Análise Financeira- SINFIC

ANÁLISE FINANCEIRA	2010	2009	2008
Activo	28.085.827	24.884.490	9.868.099
Capitais Próprios	10.858.700	7.257.956	4.555.509
Passivo	17.227.126	17.586.534	5.312.590
Autonomia Financeira	38,66%	29,21%	44,16%
Cobertura Encargos Financeiros	3,94	11,88	11,46

Fonte: SINFIC (2010)

O nível de internacionalização da empresa está numa etapa bastante avançada, sendo que a sua filial angolana já ultrapassou em grande escala a empresa mãe portuguesa. Em Dezembro de 2010, empresa angolana já contava com 370 colaboradores, tendo o seu volume de negócios ultrapassado os 52 milhões de USD (câmbio USD/AOA 90 nessa data), o que equivale a 36,1 milhões de EUR (câmbio EUR/USD 1,44 nessa data). Este volume de negócios é bastante

superior aos 14,3 milhões de EUR facturados pela empresa portuguesa. É de realçar que, deste volume de negócios registado na empresa portuguesa, apenas 4 milhões são facturados a clientes nacionais, ou seja, apenas 28% do total do volume de negócios, enquanto que os restantes 72% (10,3 milhões de EUR) são facturados para fora do país, regra geral para Angola.

Os últimos três anos da SINFIC Angola têm comprovado o sucesso da internacionalização. De seguida apresentamos diversos indicadores económicos e financeiros, expressos em USD.

Quadro nº 8- Análise Económica- SINFIC Angola

ANÁLISE ECONÓMICA	2010	2009	2008
Volume Negócios	52.000.000	53.000.000	37.000.000
Resultados Operacionais	3.400.000	2.300.000	1.100.000
Resultados Líquidos	1.600.000	800.000	700.000
Valor Acrescentado Bruto	13.700.000	12.900.000	6.770.000
ROI	8,12%	4,29%	3,07%
RCP	20,0%	12,1%	36,8%

Fonte: SINFIC Angola (2010)

Quadro nº 9- Análise Financeira- SINFIC Angola

ANÁLISE FINANCEIRA	2010	2009	2008
Activo	72.000.000	55.000.000	40.000.000
Capitais Próprios	8.000.000	6.700.000	1.800.000
Passivo	62.000.000	48.300.000	38.200.000
Autonomia Financeira	11,27%	12,02%	4,59%
Cobertura Encargos Financeiros	3,24	1,99	3,56

Fonte: SINFIC Angola (2010)

A situação económica e financeira da empresa angolana apresenta um crescimento sustentado, mostrando que a aposta neste mercado tem sido um sucesso. Em termos de resultados e volume de negócios, os valores mostram um crescimento notável. Ao nível do balanço, verifica-se mais uma vez o grande crescimento do activo (derivado das dívidas do estado angolano) que obrigou também ao incremento do valor do passivo. Embora os indicadores de rentabilidade apresentem evolução positiva, a autonomia financeira ainda é reduzida devido à história recente da empresa e ao facto de ainda não existirem muitos resultados acumulados.

## **7. A exposição ao risco no comércio internacional**

### **7.1. Caracterização do risco do país**

O grupo SINFIC na sua estratégia de internacionalização está exposto a diversos tipos de risco. O mais óbvio é o risco do país. Este poderá ser penalizador em termos políticos uma vez que a estabilidade neste momento poderá ser devastada completamente caso aconteça algum golpe de estado ou guerra civil.

No entanto, actualmente este é um risco moderado, uma vez que o ambiente político em Angola tem sido estável desde o acordo de paz assinado em 2002. Desde então, o MPLA tem governado o país sem grandes reboiços políticos. A comprovar esta estabilidade, realizaram-se em 2008 as primeiras eleições legislativas desde o fim dos conflitos, contribuindo então para o acalmar das críticas por parte das entidades internacionais sobre a legitimidade do governo angolano (BPI, 2010).

Em termos de risco organizacional, poderá também a empresa estar sujeita a situações penalizadoras. A regulamentação do país é bastante rudimentar uma vez que se baseia em modelos da legislação portuguesa mais antiga e que se encontra totalmente ultrapassada e, por isso, os processos poderão ser demasiadamente burocráticos e desorganizados, impedindo que os procedimentos legais fluam naturalmente como previsto. Estes prazos mais dilatados causam dificuldade na negociação de fontes de financiamento, atraso nos recebimentos e atraso na realização dos projectos, o que pode levar à conseqüente perda de clientes por falta de cumprimento de prazos, ou perda de activos ou mercadorias que se possam deteriorar pelo tempo de demora na sua implementação. Estas situações podem suceder no relacionamento com instituições privadas, governamentais, financeiras, alfandegárias e diversas instituições públicas. O nível de corrupção mantém-se bastante elevado e culturalmente enraizado, mas é algo que tende a diminuir com a melhoria das condições de vida da população e do crescimento económico do país (AICEP, 2010).

O ambiente social sofreu devido à devastação da guerra durante vários anos o que provocou carências em áreas fundamentais como a educação, saúde e saneamento básico. No entanto, o crescimento populacional verificado e previsto é elevado, sendo que se espera, segundo as Nações Unidas, que a população do país chegue aos 25 milhões de habitantes nas próximas década. O PIB *per Capita* em 2009 apresentava o valor de 3.972 USD e o índice de desenvolvimento humano era de 0,403 colocando Angola em 146º lugar em 2010 no que diz respeito ao bem-estar da população, especialmente a infantil. Em 2008, 37% da população encontrava-se abaixo do limiar da pobreza e 26% no patamar de extrema pobreza, encontrando-se a esperança média de vida nos 42,7 anos em 2009. Dados de 2003, indicam que 91,1% da população possuía instrução primária e a taxa de crescimento na inscrição de alunos nesse grau de escolaridade era de 24,3%. A taxa de mortalidade infantil até aos 5 anos era de 26% e 78% da população tinha acesso a condições melhoradas de saneamento. Actualmente, devido ao aumento da natalidade e à diminuição da mortalidade, a população é maioritariamente jovem,

sendo que 54,7% da população tem idade inferior a 20 anos e apenas 5,5% superior a 60. É agora preocupação do governo melhorar as condições nos sectores base da educação e saúde (AICEP, 2010).

O risco do país poderá ser igualmente penalizador para a empresa em termos económicos, uma vez que o investimento neste mercado poderá ser potencialmente gravoso para a sua saúde financeira através de movimentações desfavoráveis das taxas de inflação, juro, câmbio e preços das matérias-primas, uma vez que Angola é muito dependente das importações. No entanto o mercado angolano tem sido bastante atractivo para a internacionalização de muitas empresas, derivado do rápido crescimento da economia. Segundo um estudo do BPI de 2010, o crescimento do seu PIB foi de 18,6% em 2006, 23,3% em 2007, 13,8% em 2008 e 2,4% em 2009. O estudo prevê ainda um crescimento de 7,2% em 2010, 6,2% em 2011 e 9,5% em 2012. O crescimento económico de Angola deve-se essencialmente aos sectores petrolífero e diamantífero, com um peso em conjunto superior a 50% do PIB, mas também aos sectores da construção, agrícola e industrial, bem como ao forte investimento público. O seu subsolo contém 35 dos 45 minerais mais importantes do comércio mundial (BPI, 2010).

Contando com a importância da iniciativa privada, o governo criou uma política de desenvolvimento em todas as províncias, criando novas regras para o investimento directo estrangeiro e estabelecimento de empresas internacionais no país, de forma a garantir o desenvolvimento e dinamização de todos os sectores económicos do país e diminuir a dependência dos sectores do petróleo e diamantes e à sujeição a crises relacionadas com os consumos e preços destas matérias-primas. Espera-se, por isso, que estas tenham um menor peso no PIB angolano num futuro próximo (BPI, 2010).

A inflação tem vindo a abrandar nos últimos anos e actualmente situa-se nuns simpáticos 13,8% considerando os 105,6% que se faziam registar em 2002. Contudo, a importação da maior parte dos bens e serviços leva a que a estabilidade da inflação a curto prazo dependa da estabilidade cambial e do desenvolvimento de sectores produtivos excepto, a exploração mineira. A taxa de juro apesar das quedas que têm acompanhado a taxa de inflação, encontra-se actualmente acima dos 20%, dificultando o financiamento dos agentes empresariais. Em 2010 a taxa de câmbio estabilizou nos 92 AOA por cada USD. Segundo BPI (2010), Portugal continua a ser o maior fornecedor externo com uma quota de 18,4% em 2008, continuando a aumentar a presença das empresas portuguesas em Angola. China, Brasil, EUA e África do Sul são os países que a seguir a Portugal apresentam maior presença em Angola.

Também bastante ligado ao risco do país está o risco de crédito ou comercial. O Grupo SINFIC está bastante sujeito a este tipo de risco. Tem-se verificado nos dois últimos anos que esta tem sido uma problemática para as empresas a actuar no mercado angolano. Face à crise económica de 2009 e ao facto do grupo trabalhar para o governo e administração pública, tem havido uma grande exposição ao risco de atraso nos recebimentos esperados, devido às dificuldades de tesouraria evidenciadas pelas instituições públicas. Espera-se que este risco seja

menor com a dinamização de outros sectores da economia angolana para além dos sectores ligados aos produtos minérios (AICEP, 2010).

Angola apresenta, portanto, inúmeros riscos para as empresas que pretendem entrar no seu mercado, o que evidencia a enorme importância de uma rigorosa gestão do risco. A situação do país está cada vez mais propícia ao investimento estrangeiro e as oportunidades são imensas. No entanto, apenas as empresas que se apresentarem melhor preparadas ao nível da gestão face ao risco, conseguirão aproveitar o potencial oferecido por este mercado.

## **7.2. Caracterização das actividades em moeda estrangeira:**

### **7.2.1. SINFIC**

Relativamente às operações comerciais, esta tem um volume de compras de mercadorias e de serviços externos, em moeda estrangeira, inferior a 1% do volume total das compras. As moedas em causa são USD e GBP, sendo os prazos médios de pagamento de 60 dias. O restante volume de compras é em EUR. As vendas da empresa são expressas em EUR e com prazo de recebimento em média de 30 dias. Os salários são totalmente expressos em EUR.

Relativamente às operações financeiras, a empresa detém empréstimos de longo e curto-prazo em EUR. A empresa contraiu também um empréstimo de curto-prazo em USD, através de conta corrente caucionada, com pagamento de juros trimestrais a uma taxa indexada. Quanto a aplicações, são normalmente em EUR, sendo que já têm sido efectuadas também em USD. Estas operações em USD têm actualmente um peso muito reduzido na estrutura da empresa e, em princípio, deixarão de existir. No entanto, estas mostraram alguma relevância num passado recente, no que diz respeito ao risco cambial.

### **7.2.2. SINFIC Angola**

Relativamente às operações comerciais da empresa, esta contrata serviços externos tanto em USD como na moeda nacional AOA. As compras de matérias-primas e mercadorias, em território nacional, são efectuadas normalmente em AOA, ao passo que as importações poderão ser em EUR ou ZAR (RAND Sul Africano). Os prazos médios de pagamento são de 60 dias, contra um prazo superior a um ano nos recebimentos, devido aos atrasos do governo angolano. No que se refere às vendas da empresa, esta factura e recebe em AOA, sendo que por vezes os recebimentos acontecem em USD (cerca de 5%). No caso dos grandes projectos efectuados para o estado de Angola, o valor das propostas são expressos em USD mas contratados e recebidos em AOA. Existe uma cláusula que limita as perdas e os ganhos resultantes de variações da taxa de câmbio USD/AOA superiores a 3%. No entanto, como tratam de valores muito elevados, as perdas em valores absolutos podem ser relevantes.

Os vencimentos são fixados em USD e pagos em AOA. Estão acordados também limites máximos e mínimos para a taxa de câmbio USD/AOA a aplicar no final de cada mês, limitando assim as perdas da empresa ou do funcionário no caso de maiores oscilações na taxa de câmbio. No caso dos trabalhadores portugueses com contrato com a filial angolana, estes recebem o salário em EUR.

Relativamente às operações financeiras, existem financiamentos externos contratados em USD no valor 2.500.000 USD, que se vencem num prazo inferior a 5 anos, a taxa variável, com periodicidade trimestral, representando cerca de 80% do valor total de financiamentos. Quanto a aplicações, apenas existem em AOA.

### **7.3. Exposição ao risco cambial**

#### **7.3.1. SINFIC**

De acordo com os tipos de risco cambial abordados, a empresa pode ficar sujeita a três riscos: risco de conversão, transacção e económico. O risco de conversão está presente nas operações cambiais registadas na contabilidade, derivadas das operações comerciais realizadas, bem como, quando existe a consolidação das contas da filial angolana na empresa mãe portuguesa. A filial angolana apesar de ter um bom rendimento e mesmo que tenha até ultrapassado as expectativas, no momento da consolidação se a cotação da divisa angolana kwanza tiver sofrido uma forte desvalorização face à moeda única europeia euro utilizada em Portugal, o valor da filial de Angola irá ser inferior, prejudicando o valor consolidado da empresa mãe portuguesa.

O risco de transacção está presente nesta empresa no momento dos fluxos de tesouraria, quer sejam eles positivos ou negativos. Sempre que exista um pagamento ou recebimento em moeda estrangeira, em prazo posterior ao da compra/venda, a empresa está sujeita a este tipo de risco. Neste caso em particular, não existem actualmente recebimentos em moeda estrangeira, mas quando existem compras em USD ou GBP, há sempre um risco associado, uma vez que na data de vencimento das facturas, poderá ter havido uma valorização das divisas, aumentando o valor pago pelos bens.

O risco económico penaliza a capacidade competitiva da empresa. Este relaciona-se essencialmente com a influência que as variações nas cotações das divisas possam ter nos *cash-flows* da empresa a médio e longo prazo, diminuindo a sua capacidade competitiva. A oscilação das divisas pode levar à diminuição das margens de lucro da empresa, através da redução dos preços praticados ou encarecimento dos factores de produção. Neste caso, a SINFIC está sujeita ao risco económico, por via dos atrasos nos recebimentos de Angola, que lhe obrigam a procurar fontes de financiamento remuneradas, que lhe pressionam a tesouraria e os resultados por via de maiores custos financeiros, podendo a médio prazo afectar a sua capacidade financeira e a sua posição competitiva.

### 7.3.2. SINFIC Angola

Os riscos de transacção são bem mais presentes em Angola, uma vez que no país é corrente a utilização de duas moedas (AOA e USD). No caso dos salários, todos os meses a empresa se depara com oscilações entre o câmbio USD/AOA que lhe alteram o valor a pagar, uma vez que o pagamento é feito numa divisa diferente à contratada. No caso de obrigações de pagamento de mercadorias ou serviços contratados em USD e devido à falta de liquidez da divisa, normalmente os pagamentos são efectuados em AOA incorrendo uma vez mais a empresa ao risco do câmbio em vigor. A maior parte das importações de serviços e compras são feitas à SINFIC, pelo que o pagamento em EUR implica um risco enorme, devido aos montantes avultados. No caso dos grandes projectos com o estado angolano, os cálculos relativos às propostas são efectuados em USD. No entanto, os fluxos financeiros são em AOA, ficando novamente a empresa sujeita ao risco cambial. Face aos valores elevados dos projectos, tais como o Registo Eleitoral Angolano ou o Campeonato Africano da Nações, 50 e 23 Milhões de USD, respectivamente, uma pequena oscilação no câmbio entre as duas moedas pode levar a perdas elevadas, comprometendo a empresa. Consequentemente, a médio e longo prazo, estes acontecimentos, a par dos atrasos nos recebimentos, podem levar ao empobrecimento da capacidade competitiva da empresa expondo-a ao risco económico.

### 7.4. Diferenças cambiais registadas

De seguida apresentamos as diferenças cambiais constantes nos registos contabilísticos de ambas as empresas nos últimos três anos.

#### 7.4.1. SINFIC

Quadro nº 10- Diferenças Cambiais - Portugal

DIFERENÇAS CAMBIAIS	2010	2009	2008
Favoráveis (EUR)	629.128	133.771	349.415
Desfavoráveis (EUR)	641.117	42.320	219.845
Resultado	-11.989	91.451	129.570

Fonte: SINFIC (2009/2010)

Estas diferenças cambiais dizem respeito, na sua grande maioria, à utilização da conta corrente caucionada em USD. No entanto os responsáveis financeiros não souberam dizer com exactidão o peso das origens das diferenças cambiais.

## 7.4.2. SINFIC Angola

Quadro nº 11- Diferenças Cambiais - Angola

DIFERENÇAS CAMBIAIS	2010	2009	2008
Favoráveis (AOA)	155.836.470	200.383.135	60.839.754
Desfavoráveis (AOA)	101.401.260	249.675.588	48.401.088
Resultado	54.435.210	-49.292.453	12.438.666
Conversão para EUR			
Favoráveis (EUR)	1.208.035	1.553.358	471.626
Desfavoráveis (EUR)	786.056	1.935.470	375.202
Resultado (EUR)	421.979	-382.112	96.424

Fonte: SINFIC Angola (2009/2010)

Foi utilizado o câmbio EUR/AOA 129 observado no início de Setembro de 2011. Na sua grande maioria, estas diferenças cambiais, estão associadas aos pagamentos a fornecedores, principalmente à SINFIC, que em virtude dos sucessivos atrasos nos recebimentos do estado angolano, que levam ao aumento dos prazos de pagamento, ficando a empresa mais sujeita às oscilações cambiais. Também importantes, são as diferenças cambiais associadas ao pagamento de salários e aos recebimentos dos grandes projectos do Estado angolano, em virtude de terem valores de referência em USD. Finalmente, há ainda a referir as diferenças provocadas pelos pagamentos dos empréstimos em USD que têm um peso considerável no total de financiamentos negociados. No entanto, tal como para a empresa portuguesa, os responsáveis financeiros não souberam dizer com exactidão o peso das diferentes origens das diferenças cambiais.

## 7.5. Responsabilidade sobre decisões relativas ao risco cambial e técnicas de cobertura utilizadas

Em ambas as entidades, as decisões relativas à utilização de técnicas de cobertura do risco são tomadas pelo responsável financeiro.

## 7.6. Técnicas de pagamento utilizadas

### 7.6.1. SINFIC

Regra geral a empresa mantém uma relação de confiança com os seus parceiros o que lhe permite utilizar o método de conta corrente, sendo apenas em alguns casos necessário o pagamento adiantado. As técnicas de pagamento utilizadas são a ordem sobre o estrangeiro e

SWIFT, utilizadas quase sempre que existe a necessidade de efectuar pagamentos para o estrangeiro. A Remessa Simples, a Remessa Documentária ou o Crédito Documentário, também já foram utilizados, quando excepcionalmente solicitados por fornecedores estrangeiros, em que ainda não existe uma relação de confiança.

### **7.6.2. SINFIC Angola**

Regra geral no mercado interno angolano, pratica-se o pagamento adiantado e apenas em alguns casos de maior confiança entre as partes, se utiliza a conta corrente. No mercado externo a confiança dos parceiros tende a ser maior, uma vez que fazem parte do mesmo grupo empresarial (no caso da SINFIC) ou já existem parcerias duradouras e, utiliza-se mais o sistema de conta corrente e transferência SWIFT. O Crédito Documentário já foi também utilizado, devido à falta de confiança nas empresas situadas no mercado angolano. No entanto, não é muito frequente pela imagem de notoriedade da empresa mãe. Este último é por vezes imposto à empresa, como solução para fazer pagamentos à SINFIC, uma vez que é difícil a transferência de fundos para fora do país.

## **7.7. Técnicas de cobertura do risco cambial utilizadas**

### **7.7.1. SINFIC**

Relativamente a técnicas internas, a empresa pratica o pagamento adiantado nas importações, quando tem disponibilidade de tesouraria, face a eventuais expectativas de valorização das divisas. Quanto a técnicas externas, a empresa nunca as praticou.

### **7.7.2. SINFIC Angola**

Relativamente a técnicas internas, a empresa apenas pratica a técnica de compensação, caso existam valores a pagar e a receber na mesma moeda. No que respeita a técnicas externas, a empresa nunca utilizou.

## **8. Modelo proposto de gestão do risco no comércio internacional**

### **8.1. SINFIC**

No que respeita ao risco associado ao país e, de acordo com a análise anterior, o que mais pode penalizar a empresa é o risco de crédito. No entanto pode-se diminuir este através da adesão de serviços de seguros de crédito, *factoring* internacional ou *forfaiting*. Instituições, tais como a COFACE ou a COSEC, dispõem esses instrumentos financeiros, onde podem passar a assumir a responsabilidade dos créditos internacionais, reduzindo ou eliminando este risco nas empresas exportadoras. Estas, normalmente, apenas tendem a aumentar mais a cobertura deste

tipo de risco em países onde o seu risco é mais elevado, o que poderá ser o caso de Angola. Nesse sentido, para países com economias emergentes, o banco mundial oferece também seguros de crédito, onde passa a assumir parcialmente ou na totalidade, o risco de incumprimento dos governos e de empresas com participações públicas nos países com risco do país mais elevado, podendo ser uma excelente alternativa, para cobrir o risco de crédito.

Relativamente a técnicas internas de cobertura do risco cambial e uma vez que a empresa faz importações em USD e GBP, está poderá antecipar os pagamentos sempre que se preveja a valorização das moedas de facturação. Esta técnica requer algum esforço de tesouraria e apenas é possível a sua execução, caso exista disponibilidade financeira no momento da compra ou contratação do serviço. A empresa poderá também, criar uma carteira de fornecedores, para os mesmos produtos e serviços, que utilizem diferentes moedas de facturação. Consoante sejam previstas desvalorizações das moedas estrangeiras, são escolhidos os fornecedores a contactar, permitindo beneficiar de diferenças de câmbio favoráveis.

Uma vez que a empresa não exporta em divisas estrangeiras, não é possível utilizar as técnicas de compensação e *matching*, já que os *cash-flows* apenas são de saída e não de entrada de divisas. Não são também aplicáveis, as arbitragens de posições a prazo, adiantamentos de divisas e acções sobre o preço de venda, uma vez que as exportações são sempre negociadas em moeda nacional. Devido ao poder de negociação dos fornecedores, também é difícil para a empresa, a escolha da moeda de facturação, tal como a diversificação de divisas e acções sobre o passivo, através da alteração dos prazos de pagamento.

Quanto a técnicas externas, serão apresentados os contratos *forward*, descontos de pronto pagamento, bem com contratos de opções, como alternativas à gestão do risco cambial. Para fazer face ao risco da taxa de juro, serão abordados os contratos FRA e os contratos de opções – *Cap*, *Floor* e *Collar*. Em virtude de serem pouco flexíveis e pouco disponíveis, os contratos de futuros também não são das técnicas mais aconselhadas para a cobertura do risco cambial. Uma vez que as importações em moeda estrangeira não representam um valor significativo no total das compras da empresa, esta não tem necessidade em contrair empréstimos em moeda estrangeira para fazer face aos pagamentos, logo o *swap* de divisas não é uma técnica aplicável.

Relativamente a técnicas externas, a empresa pode utilizar um contrato *forward* de modo a assegurar o câmbio futuro. Deste modo, a título de exemplo, para a importação de *software* no valor de 100.000 USD, a pagar num prazo de 90 dias, contratando um *forward* a três meses com um câmbio EUR/USD de 1,30, a empresa estará protegida perante potenciais valorizações da divisa estrangeira, garantindo o contravalor em moeda nacional de 76.923 EUR. Na data da liquidação da factura, existem 2 cenários possíveis: o câmbio à vista poderá situar-se abaixo do contratado, por exemplo 1,25, o que equivaleria a 80.000 EUR, e a um pagamento de valor superior, caso a empresa não se tivesse protegido. No cenário inverso, se o câmbio à vista ao fim dos três meses, apresentasse um valor acima do contratado, por exemplo 1,35, o contravalor correspondente seria de 74.074 EUR. Neste caso a empresa pagaria um valor inferior ao

contratado, caso não tivesse usado a técnica de cobertura. Ou seja, a cobertura do risco não permitiu obter um ganho financeiro. Apesar da empresa não aproveitar a oscilação favorável do câmbio EUR/USD, esta pôde antecipadamente saber quanto iria necessitar no futuro, controlando melhor a sua tesouraria.

Para uma situação idêntica à anterior, a empresa poderá também adquirir contratos de opções nas instituições financeiras nacionais. Neste caso em particular, para garantir uma taxa de câmbio para a importação de *software* de 100.000 USD, a empresa irá ser compradora de uma opção de venda, passando a deter a opção de vender EUR, ou seja, comprar USD a um câmbio EUR/USD de 1,30, pagando assim um prémio de 1,5%, valor normalmente exigido pelos bancos (neste caso 1.154 EUR). Ao fim dos 90 dias, poderão existir dois cenários: o câmbio EUR/USD à vista desce, por exemplo para 1,25 e a empresa exerce a sua opção, comprando os USD por 76.923 EUR mais o prémio pago de 1.154 EUR, ou seja, obteria um ganho de 1.923 EUR face aos 80.000 EUR que pagaria ao câmbio *spot*. Num cenário oposto, o câmbio à vista poderá subir, por exemplo, para 1,35. Neste caso, se a empresa não optar por exercer a opção, esta comprará no mercado à vista pelos 1,35, pagando 74.074 EUR mais o prémio pago de 1.154 EUR, obtendo um ganho de 2.849 EUR. No entanto é essencial comparar a evolução dos câmbios com os custos dos instrumentos, uma vez que poderão tornar-se onerosos face à possibilidade de não cobertura. Poderão ainda ser utilizados os cilindros e os *forwards plus*, que se assemelham aos produtos anteriores, mas com a possibilidade de também beneficiar de oscilações da taxa de câmbio contrárias às previstas inicialmente.

Poderá também negociar descontos de pronto pagamento com fornecedores, para operações idênticas às anteriores, quando existe a previsibilidade da valorização das divisas estrangeiras. Supondo que o câmbio *forward* EUR/USD a três meses é de 1,30, que o câmbio à vista é de 1,35 e que o custo de financiamento desse período é de 5% (pressupondo que teria que se endividar), o desconto de pronto pagamento que o fornecedor terá de fazer, a partir do qual seria proveitoso para a empresa pagar antecipadamente seria:

$$100.000/1,35 \times 1,05 \times (1-d) = 100.000/1,30 \Rightarrow d = 1\%$$

Relativamente à gestão do risco da taxa de juro, a empresa apenas possui um empréstimo de curto prazo (conta caucionada) em moeda estrangeira. No entanto, de forma a colmatar as necessidades causadas pela dificuldade em contrair novos financiamentos, ou de modo a proteger-se das subidas das taxas de juro que se irão sentir devido à crise económica europeia, a empresa poderá recorrer a financiamentos externos. Caso se verifique a utilização de empréstimos, esta poderá cobrir o risco através de contratos FRA, se existir previsão de oscilação das taxas de juro, fixando uma taxa de juro para uma data futura. A título de exemplo, caso a empresa pretenda contrair daqui a 90 dias um empréstimo de 100.000 USD, esta poderá contratar um FRA para o período da liquidação dos juros a uma taxa de 7%. Ao final dos três meses, caso a taxa de juro tenha subido, por exemplo para os 8%, esta pagará os juros à taxa em vigor, recebendo no entanto, por parte da outra entidade envolvida na operação, o diferencial de juro. Neste caso, o

valor seria:  $[(8\%-7\%) \times 100.000 \times 90/360] / [1,08 \times 90/360] = 925,87$  USD (fórmula do resultado do FRA, ou seja, o diferencial de juro x montante da aplicação actualizado ao momento zero). Este recebimento compensará o valor de juro pago a mais, situando a taxa da operação na taxa contratada no FRA, neste caso específico 7%. Assim sendo, a empresa saberá antecipadamente, o exacto montante a dispendar para liquidar os juros. Nesse caso é possível existirem excedentes em moeda estrangeira, podendo surgir a hipótese de recorrer a aplicações financeiras, sendo o procedimento exactamente o mesmo, mas com um raciocínio contrário. Caso a taxa de juro desça para, por exemplo 6%, a empresa receberá menos juros da aplicação, mas no entanto, receberá os tais 925,87 USD calculados anteriormente, por parte da outra entidade envolvida, o que dará um valor recebido ao nível da taxa contratada no contrato FRA. Com este instrumento, a empresa poderá saber antecipadamente os *cash-flows* em moeda estrangeira que acontecerão no futuro, podendo proteger-se do risco cambial, através de outro instrumento de cobertura. Sendo os montantes em USD, a empresa poderá ainda recorrer às técnicas abordadas anteriormente, para simultaneamente, fazer uma cobertura adequada da taxa de câmbio.

Poderá também ser utilizado um contrato de opções de taxa de juro *Cap*, em que para um empréstimo, se pode fixar, por exemplo, a taxa de juro em 7% para um prazo de 3 anos, a troco do pagamento de um prémio à entidade bancária. A cada período de pagamento de juros, durante os próximos 3 anos, se a taxa de juro subir acima dos 7%, a empresa receberá o diferencial de juro e, caso a taxa de juro desça, não acontecerão pagamentos no âmbito do contrato *Cap*, beneficiando a empresa da descida. No caso de se tratar de uma aplicação, poderá ser utilizado um *Floor* que funciona de forma semelhante, mas prevenindo a descida da taxa de juro. O *Collar*, permite reduzir ou eliminar o risco, por via da definição de um intervalo, através de um limite máximo e um limite mínimo, eliminando o custo do prémio. Se a taxa de juro subir acima do limite máximo, a empresa receberá o diferencial de juros, sendo que se a taxa de juro descer abaixo do limite mínimo, será a empresa a pagar o diferencial. Entre estes dois limites, a empresa beneficia das flutuações do mercado.

De seguida, deixamos um resumo das técnicas de cobertura a aplicar de acordo com as operações que a empresa realiza em moeda estrangeira:

Quadro nº 12 – Técnicas Sugeridas - SINFIC

		Risco cambial	Risco da taxa de juro
Pagamentos	internas	Pag. Antecipado Seleccção do fornecedor consoante moeda de facturação	FRA
	externas	<i>Forward</i> <i>Forward plus</i> Cilindro Desconto pronto pagamento Contratos de opções	<i>Cap</i>  <i>Collar</i>
Recebimentos	externas	<i>Forward</i> <i>Forward plus</i> Cilindro	<i>Floor</i>  <i>Collar</i>

Fonte: Elaboração própria

## 8.2. SINFIC Angola

Relativamente ao risco do país, a empresa deverá diversificar o tipo de cliente. Esta está muito dependente do governo angolano, o que lhe tem valido alguns problemas de atrasos nos pagamentos, afectando a situação de tesouraria. Nesse sentido, a SINFIC Angola está a tentar ampliar o leque de clientes para a administração local e para o sector empresarial angolano, diversificando o risco de crédito (SINFIC, 2010).

No entanto, com vista a reduzir o risco de crédito, a empresa poderá também segurar as suas vendas, contratando um seguro de crédito através do Banco Mundial, do Banco Africano de Desenvolvimento, da COFACE e da COSEC. Esta última tem aumentado a sua presença em Angola, em parceria com o Banco de Fomento de Angola, de forma a ajudar a salvaguardar o investimento português neste mercado. A empresa poderá passar o risco de incumprimento para a seguradora, salvaguardando os seus créditos (Cosec, 2010). Apesar de onerosos (dependem do risco e dos montantes envolvidos na operação), os custos deste tipo de seguros são preferíveis aos custos de financiamento associados ao não recebimento dos clientes. Sendo que os prazos de recebimento são por vezes superiores a 360 dias, terão que ser compensados com empréstimos a um ano ou por prazos superiores, que em Angola são remunerados a taxas acima dos 20% (Aicep, 2010). Nos casos dos grandes projectos realizados para governo angolano os custos de financiamento são praticamente inoportáveis pela empresa, compensando mais os custos dos seguros. Para um financiamento de, por exemplo, 10 milhões de USD, para fazer face ao não recebimento de um projecto, a empresa pagaria acima dos 2 milhões USD ao ano, em juros.

Propomos como técnicas internas de cobertura do risco cambial, a utilização do pagamento antecipado, escolha de moeda de facturação, compensação, *matching* e acções sobre o preço de venda. Propõe-se, ainda, a elaboração de um mapa de controlo/orçamento, onde serão registadas todas as operações em moeda estrangeira verificadas, o valor espectável da operação, o seu valor real verificado e, por fim, o resultado obtido. Com este mapa serão observadas as origens das diferenças cambiais positivas e negativas, servindo de ponto e partida para a sua gestão. Segue de seguida um exemplo de mapa que pode ser utilizado.

Quadro nº 13 - Mapa de Controlo de operações em moeda estrangeira

Data	Operação em moeda estrangeira	Valor espectável	Valor real	Resultado
dd-mm-aa	Pagamento X	(A)	(B)	(A-B)
dd-mm-aa	Recebimento Y	(A)	(B)	(B-A)
15-04-2011	Exemplo: Pag. Fornecedor (5.000 USD)	45.000 AOA	50.000 AOA	-5.000 AOA
25-08-2011	Exemplo: Pag. Salário Colaborador (3.000 EUR)	33.000 AOA	32.000 AOA	1.000 AOA
20-12-2011	Exemplo: Rec. Cliente (100.000 USD)	9.000.000 AOA	8.500.000 AOA	-500.000 AOA
	Total			-504.000 AOA

Fonte: Elaboração própria

Uma vez que a empresa importa em USD, EUR e ZAR, esta poderá utilizar, como técnica interna de cobertura do risco cambial, o pagamento antecipado, caso exista disponibilidade de tesouraria, sempre que se preveja a valorização das divisas estrangeiras facturadas pelos fornecedores. A empresa poderá também ter várias opções de fornecedores com diferentes moedas de facturação, escolhendo-os consoante se prevejam desvalorizações das divisas estrangeiras utilizadas por estes e, evitando os fornecedores que facturem numa moeda em que estejam previstas valorizações. Uma vez que a empresa também tem recebimentos em USD, esta poderá utilizar a técnica da compensação e de *matching*, compensando os valores recebidos com os valores a pagar nesta divisa. No caso da contratação salarial que é feita em USD, sugere-se que se passe a usar o AOA como moeda de referência, evitando o risco cambial, uma vez que os trabalhadores são pagos em AOA e se prevêem valorizações da moeda americana (BPI, 2010). Visto que os contratos com o estado angolano têm por base USD, mas são pagos em AOA, a empresa deverá efectuar as propostas, tal como os seus cálculos, também em AOA, ao invés de USD. Assim o valor recebido será exactamente igual ao valor da proposta efectuada, sabendo antecipadamente o valor a receber no futuro. Em alternativa poderá eventualmente fazer ajustes nos preços de venda consoante se perspectivem valorizações/desvalorizações do USD, ficando clausulado no contrato esta situação. Assim, garante-se que o valor final é exactamente o mesmo que estava negociado inicialmente, não havendo prejuízos de ambas as partes. Por exemplo, num contrato de 50 milhões de USD, caso o câmbio USD/AOA valoriza 10%, o valor do contrato poderá descer na mesma proporção. Em sentido inverso, se o câmbio desvalorizar, o valor do contrato aumenta na mesma proporção.

Uma vez que o principal cliente é o estado angolano, torna-se difícil a escolha da moeda de facturação ou a diversificação de divisas, uma vez que este tem um poder negocial bastante elevado. A arbitragem de posições a prazo e o adiantamento de divisas, também se tornam difíceis de executar, uma vez que existe sempre uma grande imprevisibilidade nos prazos de recebimento por parte do principal cliente – o estado. Por outro lado, mesmo que não seja possível qualquer negociação com o governo, os financiamentos bancários em USD, poderão compensar eventualmente as perdas cambiais resultantes das prestações de serviços.

Como técnicas externas, a empresa poderá, tal como sugerido para a casa-mãe portuguesa, recorrer à negociação de descontos de pronto pagamento com fornecedores para as aquisições, caso se preveja uma valorização da moeda estrangeira facturada, considerando sempre o custo de financiamento.

Finalmente, ainda não estão acessíveis em Angola, os instrumentos financeiros para a cobertura do risco, aconselhados anteriormente para a empresa portuguesa, o que dificulta um pouco a gestão do risco cambial e da taxa de juro. Deve-se então, ser mais rigoroso na utilização das técnicas internas de cobertura e nas técnicas externas disponíveis.

De seguida, deixamos um resumo das técnicas de cobertura a aplicar de acordo com as operações que a empresa realiza em moeda estrangeira:

Quadro nº 14 – Técnicas Sugeridas – SINFIC Angola

		Risco cambial
Pagamentos	internas	Pag. Antecipado Escolha moeda facturação Compensação <i>Matching</i> Acções sobre preços de venda Mapa Controlo
	externas	Desconto pronto pagamento
Recebimentos	Internas	Compensação <i>Matching</i> Mapa Controlo Acções sobre preços de venda

Fonte: Elaboração própria

### **8.3. Relações entre as empresas**

O facto da SINFIC ser um dos principais fornecedores da SINFIC Angola, tem permitido alguma flexibilidade na gestão do risco cambial e da taxa de juro através da aplicação da técnica de *leading and lagging* entre as duas empresas, com o objectivo de influenciar a negociação dos prazos de pagamento e recebimento e de aproveitar as diferenças cambiais para condicionar os resultados das empresas. Assim esta poderá ser uma técnica a explorar, tanto na gestão dos resultados, como na circulação de liquidez em ambas as empresas.

### **8.4. A Diversificação da Internacionalização**

A empresa pretende internacionalizar-se para novos mercados tais como Brasil, Cabo Verde, Guiné-Bissau, Marrocos, Tunísia e Argélia. Embora hajam diversos factores que condicionam a decisão de internacionalização, tais como, a atractividade do mercado (dimensão e crescimento do mercado, poder negocial, fornecedores e clientes, tipo de concorrentes, etc) e capacidade competitiva da empresa para se implementar com sucesso nesses mercados (capacidade de diferenciação e liderança de custos), a minimização do risco também passa pela diversificação da actividade para mercados pouco correlacionados, de modo a criar o efeito de diversificação estudado por Markowitz (1952). Deve-se optar, portanto, por mercados que sejam pouco ou negativamente correlacionados, sendo que quanto maior for o leque de mercados pouco correlacionados entre si, menor é o risco assumido pelo empresa, maximizando os seus lucros, no perfil de risco seleccionado. A ideia base desta teoria é a baixa probabilidade que os restantes mercados sigam a mesma tendência de um mercado que se apresente em queda, evitando uma potencial quebra nos resultados totais.

Nesse sentido fomos calcular o coeficiente de correlação entre o crescimento do PIB dos diferentes mercados alvo da empresa, entre os anos 1986 e 2009, de modo a estudarmos a maior ou menor ligação entre as economias portuguesa e angolana, face às economias dos restantes países para onde a empresa está a estudar internacionalizar-se. De seguida são indicadas as taxas de crescimento do PIB dos diferentes países analisados.

Quadro nº 15 – Taxa de crescimento do PIB (%)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
ANGOLA	2,8	7,9	5,6	0,4	-0,3	-1,2	-6,9	-24,7	3,5	10,4	11,2	7,9
ARGELIA	0,4	-0,7	-1	4,4	0,8	-1,2	1,8	-2,1	-0,9	3,8	4,1	1,1
BRASIL	8	3,6	-0,1	3,3	-4,3	1,5	-0,5	4,7	5,3	4,4	2,2	3,4
CABO VERDE	2,5	2,6	6	9,7	0,7	1,4	3,3	7,1	6,9	7,5	4	5,4
GUINÉ-BISSAU	-0,8	2,9	4,6	6,1	6,1	5,1	1,1	2,1	3,2	4,4	11,6	6,5
MARROCOS	8,3	-2,5	10,4	2,4	4	6,9	-4	-1	10,4	-6,6	12,2	-2,2
PORTUGAL	2,8	4,1	7,5	6,4	4	4,4	1,1	-2	1	4,3	3,7	4,4
TUNISIA	-1,4	6,7	0,1	1,7	7,9	3,9	7,8	2,2	3,2	2,4	7,1	5,4
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ANGOLA	6,8	3,2	3	3,1	14,5	3,3	11,2	20,6	18,6	20,3	13,3	0,7
ARGELIA	5,1	3,2	2,2	2,6	4,7	6,9	5,2	5,1	2	3	2,4	2,1
BRASIL	0	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4	6,1	5,2	-0,6
CABO VERDE	7,4	8,6	6,6	3,8	4,6	6,2	-0,7	11,9	10,1	8,6	6,5	2,8
GUINÉ-BISSAU	-28,1	7,8	7,5	0,2	-7,1	-2,9	3,1	5	2,2	0,3	3,5	3
MARROCOS	7,7	0,5	1,6	7,6	3,3	6,3	4,8	3	7,8	2,7	5,6	4,9
PORTUGAL	5	4,1	3,9	2	0,7	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0	-2,6
TUNISIA	4,8	6,1	4,7	4,9	1,7	5,6	6	4	5,7	6,3	4,6	3,1

Fonte: BANCO MUNDIAL (2010)

Os coeficientes de correlação encontrados, são apresentados na tabela seguinte:

Quadro nº 16 – Correlações entre mercados

	ANGOLA	ARGELIA	BRASIL	CABO VERDE	GUINÉ-BISSAU	MARROCOS	PORTUGAL
ARGELIA	0,4934						
BRASIL	0,2446	-0,0461					
CABO VERDE	0,2715	0,2485	0,2126				
GUINÉ-BISSAU	-0,0426	-0,2853	0,0931	-0,0608			
MARROCOS	0,1961	0,0128	-0,0342	-0,0941	-0,1350		
PORTUGAL	0,1557	-0,0931	-0,1459	0,0313	0,0599	0,0199	
TUNISIA	0,1466	0,2159	-0,3648	-0,1539	0,1074	-0,1785	-0,0650

Fonte: Elaboração própria

Pela análise dos coeficientes, é possível verificar que as oportunidades de diversificação são imensas, destacando-se várias relações negativas. O coeficiente mais alto é entre Angola e Argélia (ambos os países são produtores de recursos naturais), mas inferior a 50%.

Por outro lado, verificámos que mercados de grande dimensão e com bastantes necessidades a nível de tecnologias de informação, como o Brasil, Argélia e Marrocos, apresentam ciclos económicos muito pouco relacionados com os mercados onde a empresa esta actualmente presente.

Assim, julgamos que fica evidenciado que a internacionalização para novos países com potencial económico é uma oportunidade para a empresa diversificar o risco dos seus negócios e continuar a crescer de forma sustentada.

## **Conclusão**

A internacionalização das empresas é hoje em dia, portanto, um requisito quase obrigatório para o seu sucesso. As empresas que não procuram alargar o seu negócio além fronteiras, perdem a sua capacidade competitiva e, provavelmente, num futuro próximo terão muitas dificuldades para sobreviver. A entrada das empresas em novos mercados é, contudo, uma tarefa árdua e cheia de riscos. Os riscos no comércio internacional estão divididos em vários tipos, entre eles o risco do país, risco de crédito, risco de propriedade, risco cambial, risco das taxas de juro e risco do preço das mercadorias. Estes tipos de risco estão muito relacionados entre si e, é de vital importância para as empresas que pretendam actuar nos mercados internacionais, que estes sejam tidos em conta e geridos com o maior rigor possível, sob pena da sua capacidade competitiva e de quebras nos resultados.

Começámos por abordar as técnicas de pagamento e as fontes de financiamento no comércio internacional, como forma de as empresas diminuírem os riscos de crédito e do país das operações que realizam no estrangeiro.

Contudo, o risco mais visado neste estudo foi o risco cambial, que por sua vez se divide nos riscos de conversão, transacção e económico. Sobre ele, apontámos as técnicas de cobertura existentes para a sua gestão e como se deverá fazer uso delas. Primeiro deverão ser utilizadas as técnicas internas, que dependem directamente da empresa e, por isso, menos dispendiosas, sendo que só depois devem ser utilizadas as técnicas externas. Bastante relacionado com este tipo de risco, está o risco das taxas de juro, pelo que apontámos também as suas técnicas de cobertura.

De seguida, fizemos a interligação entre as técnicas de pagamento, cobertura do risco cambial e do risco das taxas de juro abordadas pelos autores de referência e mencionadas na revisão de literatura, com as técnicas disponibilizadas pelas maiores instituições financeiras a operar em Portugal. Pesquisou-se também, as técnicas de gestão do risco e apoios à internacionalização específicos oferecidos por entidades internacionais, mas disponíveis para empresas que se internacionalizem para países com economias emergentes, como é o caso de Angola. Observaram-se também, outros estudos sobre a utilização de estratégias de cobertura dos riscos nos mercados internacionais, concluindo que esta problemática começa cada vez mais, a ter um papel importante na gestão das empresas portuguesas.

Posteriormente, procedemos ao estudo empírico de uma empresa portuguesa, numa fase de internacionalização avançada, onde concluímos que o seu impacto foi bastante positivo no crescimento da organização, potenciando a sua estrutura, rendimentos e resultados. Verificámos a

exposição da empresa face aos riscos do comércio internacional e realizámos uma proposta de modelo de gestão para a melhoria da cobertura dos riscos e optimização dos resultados futuros. Concluímos, também, que em Angola, a empresa terá, principalmente, que se basear em técnicas internas de cobertura, uma vez que os instrumentos financeiros de cobertura ainda não estão acessíveis nesse mercado. No entanto, observou-se que o risco que mais penaliza a empresa não é o risco cambial, uma vez que as diferenças cambiais favoráveis tendem a anular as desfavoráveis, mas sim o risco de crédito, por via nos atrasos nos pagamentos por parte do estado angolano, que é o seu principal cliente. Assim, outra conclusão deste estudo, é que a empresa deverá diminuir o risco através do efeito da diversificação da internacionalização, partindo em busca de outros mercados atractivos que pouco se correlacionem com os mercados angolano e português.

Como tal, uma posterior linha de investigação poderá passar pelo estudo de empresas que actuem em vários mercados internacionais, de modo a verificar o efeito da diversificação do risco através da internacionalização.

## Bibliografia

ABOR, J. (2005), *Managing Foreign Exchange Risk Among Ghanaian Firms*, ProQuest, ID 895972591.

AICEP (2010), Disponível em 04/12/2010, em:  
[http://www.portugalglobal.pt/PT/Internacionalizar/Paginas/bemvidos\\_internacionalizar.aspx](http://www.portugalglobal.pt/PT/Internacionalizar/Paginas/bemvidos_internacionalizar.aspx)

ALVES, M., Teixeira, N. e Rita, R. (2006), *Risco Cambial: Gestão e Divulgação de Informação. O Caso das Empresas do PSI20*, XII Encontro AECA, Córdoba, 28 a 29 Setembro.

ALVES, M., Teixeira, N. e Rita, R. (2007), *A gestão do risco cambial, as fontes de risco e as técnicas de pagamento: um estudo de caso*, XXI Congresso Anual AEDEM, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid.

ARCHIBUGI, D., EVANGELISTA, G. PERANI and RAPITI, F. (1996), *Nature, Determinants and Obstacles of Innovation Activities: An Analysis of the Italian Innovation Survey*. Schumpeter Society Conference, Stockholm.

BAD (2010), Disponível em 04/12/2010, em: <http://www.afdb.org/en/news-and-events/loans-grants/angola>.

BANCO MUNDIAL (2010), Disponível em 04/12/2010, em:[www.worldbank.org/projects](http://www.worldbank.org/projects).

BARANÃO, A. (2004), *Métodos e Técnicas de Investigação em Gestão*. Lisboa: Edições Sílabo.

BASTARDO, C. (1995), *O Financiamento e as Aplicações Financeiras das Empresas*. Lisboa: Texto Editores.

BASTARDO, C. (2000), *Instrumentos Financeiros - exercícios resolvidos*. Lisboa: Texto Editores.

BASTARDO, C. (2011), *Gestão de Activos Financeiros-back To Basis*. Lisboa: Escolar Editora.

BCP (2010), Disponível em 04/12/2010,

em: <http://corp.millenniumbcp.pt/pt/public/negociointernacional/produtos/Pages/GRisco.aspx>.

BEI (2010), Disponível em 04/12/2010, em: [www.eib.org/products/index.htm](http://www.eib.org/products/index.htm).

BERNSTEIN, P. (1997), *Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco*. Rio de Janeiro: Campus.

BES (2010), Disponível em 04/12/2010, em: [www.bes.pt/sitebes/cms.aspx?plg=99232321-71bd-4c9e-ac36-407dd5f023af](http://www.bes.pt/sitebes/cms.aspx?plg=99232321-71bd-4c9e-ac36-407dd5f023af)

Black, F.; Scholes, M. (1973), *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. *Journal of Political Economy* 81 (3): 637–654.

BOCZKO, A. (2005), International Payment Risk. *Financial Management*. Mar: 35-37.

BPI (2010), Disponível em 04/12/2010, em: [www.bancobpi.pt/pagina.asp?s=2&a=7&f=1229&opt=f](http://www.bancobpi.pt/pagina.asp?s=2&a=7&f=1229&opt=f)

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C., *Princípios de finanças empresariais*. 3a.Ed. Lisboa: McGraw-Hill.

BRIGHAM, E.; GAPENSKI, L.; EHRHARDT, M. (2001), *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo: Atlas.

BRIGO, D., MERCURIO, F. (2001). *Interest Rate Models - Theory and Practice with Smile, Inflation and Credit*. London: Springer Verlag.

BRIGGS, P. (1998), *Principles of International Trade and Payments*. Oxford: Blacwell Publishers.

CAIADO, A. e CAIADO, J. (2006), *Gestão de Instituições Financeiras*. Lisboa: Edições Sílabo.

CARVALHO, F. et al (2000), *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Elsevier.

CAMPBELL, T., KRACAW, W. (1993), *Financial risk management: fixed income and foreign exchange*, New York: HarperCollins Publishers.

CAVAZOS, R.; BRUETT, T.; PEACHEY, J.; SCHNEIDER-MORETTO, L. e TULCHIN, D. (2005), *Five Strategies to Minimize Foreign Exchange Risk for Microfinance Institutions*, Progres Note, Seep Network, Washington.

CAVAZOS, R. (2004), *Foreign Exchange Risk, Management in Microfinance, Financial Products and Services*, Occasional Paper, New York: Women's World Banking.

CAVES, R. (1996), *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. England: Cambridge University Press.

CGD (2010), Disponível em 04/12/2010, em: [www.cgd.pt/Empresas/Cobertura-Risco/Pages/Cobertura-Risco.aspx](http://www.cgd.pt/Empresas/Cobertura-Risco/Pages/Cobertura-Risco.aspx)

COFACE (2009), Disponível em 04/12/2010, em: [www.cofaceportugal.pt/CofacePortal/PT/pt\\_PT/pages/home/Solucoes\\_Coface](http://www.cofaceportugal.pt/CofacePortal/PT/pt_PT/pages/home/Solucoes_Coface)

CONTI, B. (2007), *Regimes cambiais em países emergentes: a experiência Brasileira recente (1994-2006)*. Campinas: UNICAMP.

COSEC (2010), Disponível em 04/12/2010, em: [www.cosec.pt/layout.asp?area=2200](http://www.cosec.pt/layout.asp?area=2200)

COTEC (2010), Disponível em 04/12/2010, em: <http://www.cotecportugal.pt>.

DANIELS, J. e ADEBAUGH, L. (1986), *International business enterprises; International economic relations; Investments, Foreign*. 4th edition, London: Addison-Wesley.

DHANANI, A. (2004), *The Management of Foreign Exchange-Rate Risk: A Case from the Manufacturing Industry*, ProQuest, ID 613489871.

DUARTE, A.; JORDÃO, M.; GALHARDO, L.; KANNEBLEY, R.; SCAION, D.; SCHIDLOW, M e CONILIO, M. (2001), Controles internos e gestão de riscos operacionais em instituições financeiras brasileiras: classificação, definições e exemplos. São Paulo: Resenha BM&F Brasil.

EITMAN, D., Stonehill, A., and Moffett, M.. (2001) Multinational Business Finance, 9th edition, Addison-Wesley Longman, Inc.

ESCE (2010), Orientações / Guia para a formatação das Dissertações. Disponível em 01/11/2010, em: <http://www.esce.ips.pt>.

FAMA, E. (1984). Forward and Spot Rates. *Journal of Monetary Economics*. 14: 319-338.

FABOZZI, F. (2005), Fixed Income Mathematics: Analytical and Statistical Techniques. Probus Publishing Company.

FIGUEIREDO, S.; GAGGIANO, P. (1997), Controladoria: teoria e prática. São Paulo: Atlas.

FISHER, A. (1930), The Theory of Interest. New York: Macmillan.

FREIRE, A. (1998), Estratégia: Sucesso em Portugal. Lisboa: Editorial Verbo.

FREIXO, M. (2010), Metodologia Científica, Fundamentos, Métodos e Técnicas. Lisboa: Instituto Piaget.

GARCIA, M., DIDIER, T. (2001), Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil, XXIX Encontro Nacional de Economia, Rio de Janeiro.

GIL, A. (2010), Como Elaborar Projectos de Pesquisa, 5ª edição. São Paulo: Editora Atlas.

GITMAN, L. (1997), Princípios de administração financeira. São Paulo: Harbra.

GROPPELL, A.; NIKBAKHT, A.(1999), Administração financeira. São Paulo: Saraiva.

HENNART, J. & PARK, Y. (1994), Location, governance and strategic determinants of Japanese manufacturing investment in the United States. Tilburg University.

HENNART, J., KAY, N. e RAMSAY, H. (1996), Collaboration and the European Internal Market. Tilburg University.

HEES, F. (1996), Globalização financeira e estabilização: uma análise crítica dos modelos com âncora cambial, Campinas: UNICAMP.

HOLLIWELL, J. (1998), The Financial Risk Manual: A Systematic Guide to Identifying and Managing Financial Risk. London: Financial Times/Prentice Hall.

HULL, J. (2002), Options, Futures and Other Derivates. 5ª Edition. New Jersey: Prentice Hall.

ISACSSON, B., KULLBER, T. e LASSON, R. (2003), Motives for Choosing a Currency in International.

JOHANSON J., VAHLNE J., (1977), The internationalization process of the firm – a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies*, 8: 23.

KNIGH, F. (1921), Risk, uncertainty and profit. Washington DC: BeardBooks.

LOPES, A.(2003), *Finanças Internacionais: Uma Introdução*. São Paulo: Atlas.

LUDOVICO, N. (2010), *Logística Internacional – Um enfoque em Comércio Exterior*. São Paulo: Saraiva.

MACHADO, J. (2002), *Administração de finanças empresariais*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

MAGNOLI, D. (2008), *História de paz: os tratados que desenharam o planeta*. São Paulo: Contexto.

MARKOWITZ, H. (1952), Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 7: 77-91.

MARTINS, A. et al (2009), *Manual de Gestão Financeira Empresarial*, Coimbra Editora.

MATOS, J.(1992), *Finanças Internacionais*, Editorial Presença, Lisboa.

MENDONÇA, A.; FAUSTINO, H. (1998); *Economia Financeira Internacional*, McGraw Hill.

MERTON, R. (1973), An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Econometrica*.: 41: 5.

MERTON, R. ; BODIE, Z. (2002), *Finanças*. Porto Alegre: Bookman Editora.

MG (2010), Disponível em 04/12/2010, em: [www.montepio.pt/SitePublico/pt\\_PT/empresas/internacional/cobertura-risco-cambial.page?altcode=5036ET](http://www.montepio.pt/SitePublico/pt_PT/empresas/internacional/cobertura-risco-cambial.page?altcode=5036ET)

MILNER, H., (1999). The Political Economy of International Trade, *Annual Review of Political Science*. 2: 91-114.

MILLER, K.. and Reuer, J. (1998) "Firm Strategy and Economic Exposure to Foreign Exchange Rate Movements, *Journal of International Business Studies*, 29, 2, (Third Quarter), 493-514.

MOTTA, F. (1998), *Teoria Geral da Administração*. São Paulo: Pioneira.

NEVES, J. (2000), *Análise Financeira*, 12ª edição, Lisboa, Texto Editora.

OLHIN, B. (1931), *The course and phases of the world economic depression*. Geneva: League of Nations

PEYNOT, D. (1987), *Gestion financière internationale des entreprises*. Paris: Montchrestien.

PORFÍRIO, J. (2001), *Financeiras Internacionais*. Lisboa: Universidade Aberta.

PORFÍRIO, J. (2003), *Gestão Financeira Internacional*. Lisboa: Rei dos Livros.

PORTER, M. (1991), *Estratégia Competitiva*. Rio Janeiro: Campus

- POSNER, M. (1961), International Trade and Technical Change. Oxford Economic Papers, 13: 323-341.
- REYMÃO, A. (2001), Cobertura de risco cambial. Campinas: UNICAMP.
- ROMÃO, A. (1991), Comércio Internacional. teorias e técnicas. Instituto do Comércio Externo de Portugal – ICEP, Lisboa.
- ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFRFE, J. (1995), Administração financeira. São Paulo: Editora Atlas.
- RUPEIKA, A. (2005), Nowadays Approach to Foreign Exchange Risk Management. ProQuest, ID 912495161.
- SHARPE, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, 19 (3): 425-442.
- SIFIDE (2010), Disponível em 04/05/2011, em:<http://sifide.adi.pt>.
- SILVA, P. (2004), Renda Fixa Objetiva. Rio de Janeiro: ZTG Editora.
- SIMÕES, V. (1997), Internacionalização das Empresas Portuguesas: Que papel para a cooperação? Lisboa: Economia & Prospectiva.
- SINFIC (2008), Relatório e contas, SINFIC.
- SINFIC (2009), Relatório e contas, SINFIC.
- SINFIC (2010), Relatório e contas, SINFIC.
- SINFIC ANGOLA (2008), Relatório e contas, SINFIC Angola.
- SINFIC ANGOLA (2009), Relatório e contas, SINFIC Angola.
- SINFIC ANGOLA (2010), Relatório e contas, SINFIC Angola.
- SMITHSON, C. (1998), Managing financial risk. New York: McGraw-Hill.