



**Instituto Universitário de Lisboa**

Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

# O papel da dívida obrigacionista nas grandes empresas em Portugal

*Case Study*

José Carlos Pereira Valeiro

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre  
em Economia Monetária e Financeira

Orientador:

Sr. Professor Doutor Emanuel Reis Leão, Professor Auxiliar, ISCTE-IUL

Julho de 2016

## **Agradecimentos**

Durante a realização da presente dissertação, várias pessoas assumiram um papel preponderante ajudando-me a atingir os meus objetivos académicos. A eles, dedico umas palavras.

Primeiramente gostaria de agradecer a toda a minha família. Ao meu pai e mãe, o meu muito obrigado por todos os sacrifícios que fizeram ao longo da minha vida académica. Só o seu esforço, carinho e dedicação tornou possível este meu objetivo. Ao meu irmão, irmã e tia Teresa Pereira que estiveram sempre presentes com uma postura de carinho, apoio e motivação para nunca desistir.

Ao meu amigo André João, que muito me ajudou no meu percurso académico e é o grande responsável pela minha frequência no mestrado em economia monetária e financeira.

Ao Professor Doutor Emanuel Leão que se disponibilizou, desde o primeiro momento, a orientar a presente dissertação.

Aos Grupos: Galp, Jerónimo Martins e Semapa, por se terem disponibilizado a responder às nossas questões.

Aos meus ex-colegas de trabalho da Direção de Grandes Empresas Sul do Banco BPI, que me ajudaram na escolha do tema e foram incansáveis no esclarecimento das dúvidas que eu colocava.

Por último, mas não menos importante, deixo um abraço de profundo agradecimento aos meus amigos João Marques e Rui Rua que, nos momentos de maior desânimo me apoiaram mas, quando se justificava, também cobravam resultados quanto à conclusão deste objetivo.

A todos, o meu muito obrigado!

## Resumo

Este trabalho teve como objetivo principal determinar o papel, enquanto forma de financiamento relevante ou não, da emissão de títulos obrigacionistas nas grandes empresas.

Após uma contextualização do que é uma obrigação, componentes e das suas vertentes mais genéricas, definimos tanto os requisitos para ser emitente obrigacionista como quais as condições necessárias para ser considerada uma grande empresa em Portugal. Uma vez que a amostra de grandes empresas em estudo foi o principal índice bolsista português, o PSI-20, achamos pertinente definir os requisitos necessários à entrada de uma empresa neste seletor grupo de empresas. Tendo em conta que este financiamento é direcionado a investidores que pretendem investir numa dada empresa, consideramos pertinente definir o perfil do investidor particular português onde podemos apurar a fraca aptidão por parte deste a produtos financeiros de maior complexidade. Permite-nos deste modo afirmar que o crescente recurso a financiamento obrigacionista tem sido sustentado por investidores institucionais.

Sendo o crédito bancário a principal fonte de recurso de capital alheio genericamente apontada pela sociedade e empresas no seu geral, decidimos analisar a evolução do crédito bancário e as dificuldades colocadas na concessão de crédito às empresas.

Por análise da totalidade das emissões obrigacionistas, consolidadas, das empresas constituintes da amostra foi-nos ainda possível determinar um padrão, ou seja, perceber que as suas características médias. São emissões com uma maturidade de 3 anos e 5 meses e taxa de cupão de 2,71592% (em média).

A Secção V permitiu-nos comprovar que o financiamento obrigacionista não se trata de uma moda ou algo passageiro. Sensivelmente no ano 2008 (*subprime*), instalou-se o pânico no mercado monetário interbancário (MMI) o que gerou uma escassez de liquidez. A falência do Lehman Brothers agravou em muito o receio das instituições de crédito relativamente ao MMI. Apesar de não nos ser possível determinar uma relação causa efeito, a partir desta data, foi possível ver grande parte das empresas recorrer ao financiamento obrigacionista. O desenvolvimento e amadurecimento do mercado financeiro português e europeu poderá justificar a consolidação deste tipo de produtos. O peso relativo da dívida obrigacionista foi-se consolidando cada vez mais sendo, neste momento, o financiamento por obrigações a principal fonte de capital alheio das empresas. Apenas o sector industrial – construção e materiais, com uma forte ligação à banca, contraria esta tendência. Contudo, o peso da dívida obrigacionista e bancária é relativamente estável e equilibrada entre si.

Foi-nos possível ainda concluir que, face a esta tendência, estamos perante um novo mercado bancário onde, deixamos de ter bancos enquanto agentes disponibilizadores de fundos, e passamos a ter bancos enquanto agentes prestadores de serviços no acesso a fundos.

Contrariamos assim a tendência dos inquéritos à conjuntura do investimento do INE que afirmavam ser o crédito bancário a principal forma de financiamento. Não estamos contudo a dizer que o inquérito está errado, estamos apenas a afirmar que não se aplica à realidade das grandes empresas. Relembramos que o tecido empresarial português é constituído, maioritariamente, por PME's.

Palavras-chave: empréstimos obrigacionistas, empréstimos bancários, obrigações, passivo financeiro

## **Abstract**

The purpose of this dissertation is to assess the importance of bonds as a source of funding to Portuguese companies, focusing on the main characteristics of a bond, its components and general terms as well as the necessary legal requirements to issue a bond. Considering that our study will be performed focusing in Portuguese large companies, namely the companies listed in Portuguese stock index (PSI-20) it is also important to clarify the conditions a company must fulfil to be classified as large company and being listed in a stock index.

Bonds are seen as an interesting opportunity of investment to particular investors who intend to invest in a particular company. In this sense, it may also be interesting to define the Portuguese private investor profile, in order to assess the weak receptivity to invest in complex financial products, getting evidence that the increase use of bonds as a source of financing, sustained by institutional investors.

Once bank loans are commonly seen as the principal source of funding to companies, it is interesting to analyse bank credit evolution and the difficulties that companies face in this process of credit granting.

Focusing on the bond issues by PSI-20 companies, at a consolidated level, it was possible to identify a pattern in this process, namely by the understanding that bonds are being issued with an average maturity of 3 years and 5 months and an average coupon rate of 2,71592%.

In fact, our database showed that using bonds as the main source of funding in a company is not a fad or recent strategy. In 2008 (subprime crisis), panic was a general feeling in the interbank money market, generating a liquidity shortage, amplified by Lehman Brothers fails. In spite of not being possible to establish a direct link between this event and the upward trend in the number of bonds issued, the truth is that after this date it is visible an increase in the use of bonds as the main source of funding. The consolidation and development of the Portuguese financial market may be point out as a reason for this paradigm shift.

It was also possible to conclude that, based on this trend, companies funding structure is facing a change, also affecting the role of the financial intermediary and the view of companies on this financial agent, considering that banks are now seen as service suppliers in the process of market access and bonds' issue, rather than as money borrowers, as happened in the past.

In this sense, we can affirm that we do not agree with the trend disclosed in the questionnaires prepared by National Statistical Entity (hereon after "INE") on the investment environment of financial markets. Nevertheless, it is not our intention say that this report is correct and that the information disclosed is not credible, being important to highlight that the differences in conclusions arise from the fact the sample considered by INE is mainly composed by SME and our dissertation is focused in PSI-20 companies.

Keywords: Bonds, Bank debt, Financial Liabilities

“...I believe we should complement the new European rules for banks with a Capital Markets Union. To improve the financing of our economy, we should further develop and integrate capital markets. This would cut the cost of raising capital, (...), and help reduce our very high dependence on bank funding.”

Jean-Claude Juncker, President of the European Commission, July 2014

# Índice Geral

Agradecimentos .....	II
Resumo.....	III
Abstract .....	V
Índice Geral .....	VII
Índice de Quadros .....	IX
Índice de Gráficos.....	IX
Glossário de siglas .....	X
Secção I – Introdução .....	1
Secção II – Contextualização .....	2
Obrigações – Definição e conceitos .....	2
Diferentes tipos de obrigações .....	2
Obrigações – Vantagens e desvantagens.....	3
Emissão obrigacionista – requisitos .....	4
Grandes empresas em Portugal .....	4
PSI 20 – requisitos .....	4
O Investidor Particular Português .....	5
Estrutura de Financiamento das Empresas.....	5
Análise da Evolução do Crédito Bancário.....	8
Dificuldades colocadas pelos bancos à concessão de crédito .....	9
Emissões obrigacionistas em Portugal .....	10
Secção III – Revisão da Bibliografia .....	11
Fatores determinantes do endividamento .....	12
Secção IV – Dados e Metodologia .....	15
Padronização da dívida .....	16
Secção V – Análise empírica.....	17
Sub-Secção I – Análise – Empresa a Empresa Altri, SGPS, S.A. ....	18
CTT.....	20
EDP .....	21
Galp .....	22
Impresa.....	24
Jerónimo Martins .....	25
Mota Engil .....	26
Portugal Telecom (PT) .....	27

REN .....	29
Semapa.....	31
Sonae.....	33
Teixeira Duarte.....	34
Banco BPI.....	35
Banif .....	37
BCP .....	38
Sub-Secção II – Análise – Setorial.....	39
<i>Pricing</i> enquanto fator decisivo no financiamento à economia .....	39
Banca .....	40
Floresta & Fabrico de Produtos de Papel.....	41
Eletricidade.....	42
Retailo Alimentar & Medicamentos.....	43
Industrial – Construção e Materiais .....	44
Sub-Secção III – Análise total da amostra .....	45
Conclusão .....	46
Bibliografia .....	48
Web-grafia:.....	49
Anexos.....	55
Altri – Tabela Resumo .....	56
Banif – Tabela Resumo .....	56
BCP – Tabela Resumo.....	57
BPI – Tabela Resumo .....	57
CTT – Tabela Resumo .....	58
EDP – Tabela Resumo.....	58
Galp – Tabela Resumo.....	58
Impresa – Tabela Resumo .....	59
Jerónimo Martins – Tabela Resumo.....	59
Mota Engil – Tabela Resumo.....	59
PT – Tabela Resumo .....	60
REN – Tabela Resumo .....	60
Semapa – Tabela Resumo .....	60
Sonae – Tabela Resumo .....	61
Teixeira Duarte – Tabela Resumo .....	61

## Índice de Quadros

QUADRO 1 – FINANCIAMENTO POR AÇÕES E OBRIGAÇÕES.....	7
QUADRO 2 – ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DO CRÉDITO BANCÁRIO .....	8
QUADRO 3 – DIVIDA TOTAL EM % DO PIB. ....	9

## Índice de Gráficos

GRÁFICO 1 – FONTES DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO.....	6
GRÁFICO 2 – EMPRESAS COM DIFICULDADE EM OBTER CRÉDITO .....	9
GRÁFICO 3 - ALTRI – PASSIVO.....	18
GRÁFICO 4 - ALTRI – PASSIVO FINANCEIRO.....	19
GRÁFICO 5 - CTT - PASSIVO .....	20
GRÁFICO 6 - CTT - PASSIVO FINANCEIRO .....	20
GRÁFICO 7 - EDP - PASSIVO.....	21
GRÁFICO 8 - EDP - PASSIVO FINANCEIRO.....	21
GRÁFICO 9 - GALP - PASSIVO .....	22
GRÁFICO 10 - GALP - PASSIVO FINANCEIRO.....	23
GRÁFICO 11 - IMPRESA - PASSIVO .....	24
GRÁFICO 12 - IMPRESA - PASSIVO FINANCEIRO .....	24
GRÁFICO 13 - JERÓNIMO MARTINS - PASSIVO .....	25
GRÁFICO 14 - JERÓNIMO MARTINS - PASSIVO FINANCEIRO .....	25
GRÁFICO 15 - MOTA ENGIL - PASSIVO .....	26
GRÁFICO 16 - MOTA ENGIL - PASSIVO FINANCEIRO .....	27
GRÁFICO 17 - PT - PASSIVO .....	28
GRÁFICO 18 - PT - PASSIVO FINANCEIRO .....	28
GRÁFICO 19 - REN - PASSIVO .....	29
GRÁFICO 20 - REN - PASSIVO FINANCEIRO .....	30
GRÁFICO 21 - SEMAPA - PASSIVO.....	31
GRÁFICO 22 - SEMAPA - PASSIVO FINANCEIRO.....	31
GRÁFICO 23 - SONAE - PASSIVO.....	33
GRÁFICO 24 - SONAE - PASSIVO FINANCEIRO.....	33
GRÁFICO 25 - TEIXEIRA DUARTE - PASSIVO .....	34
GRÁFICO 26 - TEIXEIRA DUARTE - PASSIVO FINANCEIRO .....	35
GRÁFICO 27 - BPI - EMPRÉSTIMOS TOTAIS .....	36
GRÁFICO 28 - BANIF - EMPRÉSTIMOS TOTAIS .....	37
GRÁFICO 29 - BCP - EMPRÉSTIMOS TOTAIS .....	38
GRÁFICO 30 - BANCA - EMPRÉSTIMOS TOTAIS .....	40
GRÁFICO 31 - FLORESTA & FABRICO DE PRODUTOS DE PAPEL - PASSIVO FINANCEIRO .....	41
GRÁFICO 32 - ELETRICIDADE - PASSIVO FINANCEIRO .....	42
GRÁFICO 33 - RETALHO ALIMENTAR & MEDICAMENTOS - PASSIVO FINANCEIRO .....	43
GRÁFICO 34 - INDUSTRIAL - CONSTRUÇÃO E MATERIAIS - PASSIVO FINANCEIRO .....	44
GRÁFICO 35 - PSI - 20 PASSIVO FINANCEIRO .....	45

## **Glossário de siglas**

AIP-CCI – Associação Industrial Portuguesa – Câmara de Comércio e Indústria

APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios

BCP – Banco Comercial Português

BdP – Banco de Portugal

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Económico e Social

BPI – Banco Português de Investimento

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNP – Centro Nacional de Pensões

CTT – Correios, Telégrafos e Telefones

EDP – Energias de Portugal

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

INE – Instituto Nacional de Estatística

MMI – Mercado Monetário Interbancário

OIC – Outras Instituições de Crédito

PME – Pequenas e Médias Empresas

POE – Programa Operacional de Economia

PT – Portugal Telecom

QREN – Quadro de Referência Estratégica Nacional

REN – Redes Energéticas Nacionais

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

U.m. – unidades monetárias

## Secção I – Introdução

“Qual o papel da dívida obrigacionista como forma de financiamento das grandes empresas em Portugal?”, esta é a questão em torno da qual se centra a investigação da presente dissertação e, conseqüentemente, estará subentendida no trabalho desenvolvido no âmbito desta.

No período compreendido entre Junho de 2014 e Julho de 2015 tive oportunidade de realizar um estágio profissional na Direção de Grandes Empresas Sul do Banco BPI. No âmbito deste estágio, tive a oportunidade de tomar contacto com a realidade económico-financeira de algumas das maiores empresas a operar na praça portuguesa. Em situações muito específicas, pude testemunhar a crescente mudança de comportamentos quanto à aquisição de capitais alheios por parte destas empresas. Constatando eu que cada vez mais o banco deixa de assumir um papel de agente disponibilizador de fundos, para adotar uma postura de prestador de serviços no acesso a capitais alheios. Tendo eu gosto pessoal por este tipo de financiamento, e dada a possibilidade de conciliar a temática de investigação da presente dissertação com a minha atividade profissional, formalizei o interesse pela questão acima apresentada.

Trata-se de um tema pouco estudado na medida em que poucos autores têm como base de trabalho a realidade portuguesa, e os que o têm, não fazem uma abordagem empírica por interpretação de dados históricos mas sim por regressões lineares e análise de variáveis tendo em conta pressupostos. Foi possível, com base no trabalho realizado por esses autores definir determinantes da dívida, ou seja, fatores comuns que diversos autores referiram que influenciam a estrutura de capitais e definem se a empresa é mais ou menos endividada. São eles: dimensão, tangibilidade, oportunidades de crescimento, risco de negócio, vantagens fiscais e lucro. Apesar de não haver conclusões iguais, podemos referir Titman e Wessels (1988) e Rajan e Zingales (1995) como autores que evidenciaram bem estes mesmos determinantes.

No Secção II da presente dissertação haverá todo um enquadramento lógico do tema. Serão abordados temas como as principais características que definem a própria obrigação, o que são as grandes empresas em Portugal e qual a estrutura de financiamento das empresas em Portugal. Sendo que a principal referência relativamente a formas de financiamento é, de grosso modo, a banca, abordaremos a evolução do sector bancário e as dificuldades colocadas por este na concessão de crédito às empresas. Será ainda abordado, em traços gerais, o perfil do investidor português.

Para responder à questão de investigação analisaremos, na Secção V, os dados financeiros de grandes empresas, tendo como amostra as empresas que constituem o principal índice de referência português, o PSI-20. Relacionaremos os capitais alheios angariados pelas empresas com o seu passivo e passivo financeiro. Esta análise contará com uma visão empresa a

empresa, posteriormente por sector e, por último, uma análise global considerando a totalidade da amostra.

Tal como poderemos verificar ao longo da presente dissertação, e ao contrário do que se pensaria, para as grandes empresas o financiamento bancário é importante mas não é deste que as empresas mais dependem. Para a generalidade das grandes empresas, a maior parte do seu passivo financeiro diz respeito exatamente a financiamento obrigacionista. Prova evidente da crescente importância deste tipo de financiamento.

## **Secção II – Contextualização**

### **Obrigações – Definição e conceitos**

Antes de mais cabe-nos definir o que é uma obrigação. O conceito de obrigação é amplamente conhecido e, posto isto, são inúmeras as definições sobre o tema. Na presente dissertação usaremos o conceito do IAPMEI. Este instituto define obrigações como “valores mobiliários representativos de dívida de uma qualquer entidade em relação a terceiros, que tipicamente conferem ao seu titular o direito a recebimentos periódicos de juros durante a vida útil do empréstimo e ao reembolso do capital na data de maturidade do empréstimo” (2015).

Num empréstimo obrigacionista há determinadas generalidades, que caracterizam a própria emissão obrigacionista, fixadas previamente. Tais como:

Valor Nominal – corresponde ao valor que será reembolsado, na maturidade, ao detentor da obrigação. Vulgarmente também designado como “valor facial” ou “principal” da obrigação;

Preço de emissão – valor pelo qual as obrigações poderão ser subscritas;

Prazo – definição da data do reembolso do valor nominal e, conseqüentemente, maturidade da obrigação;

Cupão – definição do rendimento que o seu detentor terá direito durante a vida da obrigação (Taxa de Juro).

### **Diferentes tipos de obrigações**

Obrigações de cupão zero – tratam-se de obrigações que não pagam qualquer cupão.

Obrigações com cupão de taxa fixa – obrigações cuja taxa de cupão é constante.

Obrigações com cupão de taxa variável – obrigações cuja taxa de cupão varia ao longo do tempo. Vulgarmente indexadas a um índice de referência (Euribor, PSI 20, PIB, etc.)

Perpetuidades – obrigações sem data de vencimento, prolongam-se infinitamente no tempo.

## Obrigações – Vantagens e desvantagens

Como já foi considerado no capítulo da revisão da bibliografia, os autores dividem-se nos determinantes da dívida, deste modo, diversas são as vantagens e desvantagens que se podem apontar à emissão de contratos obrigacionistas. Dado que se trata de um contrato de crédito relativamente personalizável, as vantagens e desvantagens deste tipo de financiamento, face a alternativas, estão diretamente relacionadas com os determinantes da dívida analisados anteriormente. Dado que cada empresa é influenciada por um ou mais determinantes em particular, e os contratos personalizáveis, é imprudente falar em vantagens ou desvantagens padrão e diretas deste tipo de financiamento, face a outro, pois as conclusões serão distintas caso a caso.

Há no entanto, determinada informação que poderemos considerar padrão entre contratos obrigacionistas. No momento de aceder a estes capitais teremos como pontos a favor:

- Possibilidade de obter financiamentos de maior dimensão do que na banca;
- Obtenção de economias de escala no financiamento;
- Melhores condições de financiamento (risco partilhado por investidores e condições adaptadas as necessidades). Escolha de prazos e maturidades (especialmente relevante para empresas com atividades sazonais ou cíclicas);
- Possibilidade de personalização e inclusão de cláusulas que salvaguardem ou vão ao encontro das necessidades da empresa (exemplo: emissão em moeda estrangeira).

Pela perspetiva inversa podemos considerar:

- A inflexibilidade do empréstimo – durante a vida da obrigação é relativamente complexo renegociar com os investidores e alterar as condições da mesma;
- A necessidade de ter, em determinados casos, notação de *rating*;
- Os custos, em valores nominais, são substancialmente elevados.

Adicionalmente, e de acordo com o livro Política Monetária e Mercados Financeiros (Lagoa e Leão, 2011: p78-79), há três grandes determinantes que definem a opção pelo financiamento obrigacionista em detrimento do bancário: (i) o custo do crédito bancário é, por norma, superior ao das emissões obrigacionistas; (ii) os bancos tendem a não emprestar por prazos longos, dada a incerteza inerente e, por último, (iii) os bancos preferem expor-se a várias empresas com montantes reduzidos do que a uma única empresa em montantes demasiado elevados.

## **Emissão obrigacionista – requisitos**

O Código das Sociedades Comerciais e o Código dos Valores Mobiliários regulamentam esta temática. Segundo o Artigo 348 do Código das Sociedades Comerciais, podem emitir obrigações as sociedades cujo contrato esteja registado, definitivamente, há mais de um ano. Isto salvo se:

- a sociedade tenha resultado duma fusão em que, pelo menos uma, cumpra o requisito anterior, ou;
- a maioria do capital seja detida pelo estado ou entidade pública equiparada, ou;
- as obrigações forem objeto de garantia a prestada por Instituição de Crédito, Estado ou entidade pública equiparada.
- for disponibilizada aos investidores informação financeira relativa ao emitente, reportada a data não superior a três meses relativamente à emissão, auditada por auditor independente registado na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, e elaborada de acordo com as normas contabilísticas aplicáveis.

Por portaria dos Ministros das Finanças e da Justiça podem ser dispensados, no todo ou em parte, os requisitos previstos no número anterior.

As obrigações não podem ser emitidas antes de o capital estar inteiramente liberado ou de, pelo menos, estarem colocados em mora todos os acionistas que não hajam liberado oportunamente as suas ações.

## **Grandes empresas em Portugal**

Tanto o Banco de Portugal como o IAPMEI utilizam por base de classificação a Recomendação da Comissão Europeia e, conseqüentemente, os mesmos critérios de classificação. A legislação estipula que são classificadas como grandes empresas que tiverem mais de 250 trabalhadores e um volume de negócios superior a 50 milhões de euros ou um ativo que exceda 43 milhões de euros.

## **PSI 20 – requisitos**

Cabe à NYSE Euronext, entidade gestora da bolsa nacional, regular os critérios de integração de empresas no índice PSI-20. Pelo seu comunicado de 29/08/2013 a empresa define como critério base de seleção a “capitalização bolsista efetivamente dispersa isto é, ajustada pelo *free float*”, ou seja, capitalização bolsista de facto dispersa pelos investidores (*free float market capitalization*). Para integrar o índice bolsista de referência as empresas terão de cumprir um mínimo de 100 milhões para a capitalização bolsista efetivamente dispersa e um mínimo de dispersão do capital de 15%. Este índice terá, obrigatoriamente, entre 18 a 20 constituintes.

## **O Investidor Particular Português**

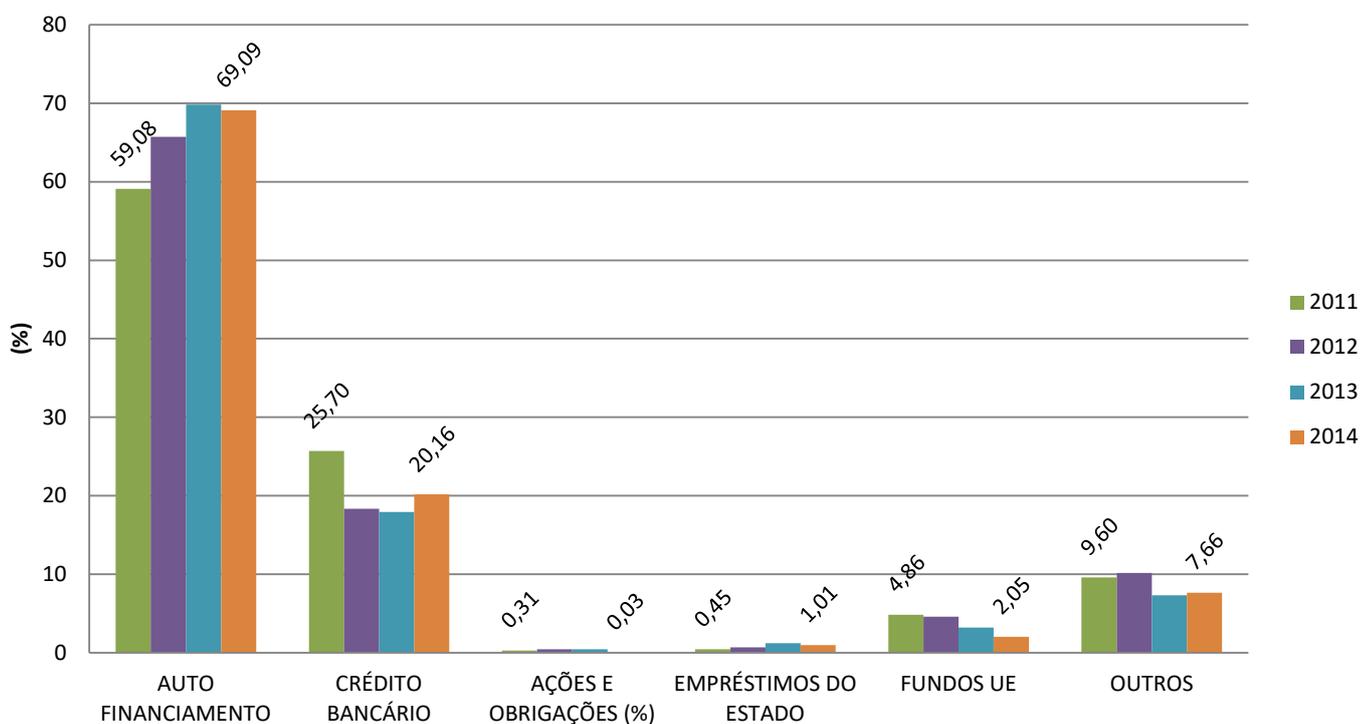
O estudo nº3/2009 da CMVM procurou apurar o perfil do investidor particular português. Este estudo evidencia uma baixa participação das famílias no mercado de valores mobiliários, apontando razões socioeconómicas como fator explicativo. Segundo o mesmo estudo, menos de 10% das famílias possuem ativos financeiros para além de depósitos a prazo e certificados de aforro. Isto significa uma fraca adesão por parte do investidor particular a ativos financeiros alternativos e, conseqüentemente, das obrigações. O estudo em causa aponta como determinantes do acesso das famílias ao mercado de valores mobiliários: a idade - já que a maioria dos investidores tem entre 45 e 64 anos; o rendimento mensal, o nível de escolaridade, a profissão e o género.

De ressaltar que o próprio estudo assume que “apesar de não restarem dúvidas quanto à importância do estudo das decisões de investimento das famílias, pouco se sabe sobre os fatores que as influenciam” (O Perfil do Investidor Particular Português, 2009, CMVM).

## **Estrutura de Financiamento das Empresas**

Numa fase de abrandamento da atividade económica, ou de crescimento negativo, a origem dos fundos assume especial importância. Tradicionalmente deterioram-se os determinantes (ver revisão bibliográfica) e, conseqüentemente, há menor liquidez no mercado.

Os bancos, agentes tipicamente identificados quando falamos de financiamento, tendem a adotar políticas restritivas de crédito criando sérias dificuldades às empresas na obtenção de capitais. As empresas, fruto da sua atividade operacional, continuam a ter que fazer face a compromissos de diversas ordens. Em muitos casos é necessário considerar tipos de financiamento alternativos para obter as condições pretendidas. Dado isto, é importante perceber a estruturas de capitais, para tal vamos considerar as fontes de financiamento do investimento das empresas em Portugal. Ver gráfico 1.



**Gráfico 1 – Fontes de Financiamento do Investimento**

Fonte: Gráfico elaborado pelo autor com base nos Inquéritos de Conjuntura ao Investimento do INE, de 2011 a 2014.

Com carácter meramente elucidativo, e com intuito de não tornar muito complexa a leitura do gráfico, consideramos apenas o intervalo temporal entre 2011 e 2014. Claramente o auto financiamento é a principal origem de capitais, representando sempre mais de metade das fontes de financiamento. Se excluirmos os capitais próprios, o banco é o agente financiador por excelência. Apesar de sofrer variações ao longo do tempo o crédito bancário assume valores na ordem dos 20%. Se considerarmos, por exemplo, de 2006 a 2009, e de acordo com a mesma fonte (INE), o crédito bancário representou cerca de 30% da origem do financiamento ao investimento. Isto apesar dos recordes mínimos das taxas diretoras, prova de que os determinantes se deterioraram e, conseqüentemente, os bancos assumem políticas mais restritivas.

Como a presente dissertação tem por objetivo específico perceber o papel das emissões obrigacionistas no financiamento das empresas em Portugal, analisaremos agora especificamente o papel das ações e obrigações, não sendo possível dissecar, estas duas variáveis serão analisadas em conjunto.

ANO	AÇÕES E OBRIGAÇÕES (%)
2014	0,03
2013	0,48
2012	0,47
2011	0,31
2010	0,31
2009	1,40
2008	0,80
2007	0,20
2006	1,10
2005	0,0
2004	0,1
2003	0,7

**Quadro 1 – Financiamento por ações e obrigações**

Fonte: Gráfico elaborado pelo autor com base nos Inquéritos de Conjuntura ao Investimento do INE, de 2003 a 2014.<sup>1</sup>

Antes de analisar os dados do quadro anterior é preciso ter sentido crítico relativamente aos valores apresentados. Tendo em conta o tecido empresarial português, constituído na sua grande maioria por pequenas e médias empresas, é natural que as fontes de financiamento preferenciais sejam as já referidas (auto financiamento e crédito bancário). Para emitir quer ações quer obrigações é necessário cumprir determinados requisitos que apenas uma pequena percentagem das empresas consegue cumprir. Neste sentido é uma forma de financiamento “restritiva” ou seja, apenas um reduzido número de empresas pode fazer uso dela, facto justificativo da baixa percentagem apresentada no quadro 1.

O recurso à emissão de ações/obrigações atingiu o seu pico em 2009 representado cerca de 1,4% de financiamento do investimento. Pelo contrário, o ano 2005 foi aquele onde as empresas menos recorreram a esta forma de financiamento.

Para poder contextualizar os dados na realidade económica portuguesa é preciso ter em conta que, segundo a publicação “Estatísticas das empresas - Resultados finais para 2013: Mais empresas, menos negócios e menos emprego do INE”, existiam, em 2013, 1 149 447 empresas em Portugal. Destas, apenas 957 eram consideradas grandes empresas (setor não financeiro), o que representa 0,08% do tecido empresarial português. Sabemos que o estatuto de “grande empresa” não é elemento essencial para a emissão obrigacionista, serve como elemento elucidativo da baixa percentagem de empresas que cumpriria os requisitos para emitir um empréstimo obrigacionista. Se tivermos em consideração que as emissões obrigacionistas de maior relevância no mercado (pela notoriedade junto do investidor) são,

<sup>1</sup> No período compreendido entre 2003 e 2005 a fonte apresentava dados apenas com uma casa decimal.

essencialmente, das empresas cotadas no índice PSI-20 falamos de uma percentagem ainda mais reduzida.

## Análise da Evolução do Crédito Bancário

O período compreendido entre 2008 e 2014 por uma diminuição na taxa de crescimento do crédito quer ao setor não financeiro quer às empresas privadas (Ver quadro 2).

	Setor não financeiro Dívida total	Variação (%)	Empresas privadas Dívida total	Variação (%)
<b>2007</b>	551628,31		242310,93	
<b>2008</b>	589602,22	6,9%	262015,73	8,1%
<b>2009</b>	617794,12	4,8%	265852,61	1,5%
<b>2010</b>	657846,35	6,5%	275714,29	3,7%
<b>2011</b>	683191,5	3,9%	273842,02	-0,7%
<b>2012</b>	701888,25	2,7%	277893,83	1,5%
<b>2013</b>	705771,02	0,6%	274560,57	-1,2%
<b>2014</b>	702081,85	-0,5%	266787,61	-2,8%

Quadro 2 – Análise da evolução do crédito bancário<sup>2</sup> (Unidade de medida: Euros; Potenciação: 10<sup>6</sup>)

Fonte: Banco de Portugal

Não obstante de a taxa de crescimento do crédito não ser constante podemos evidenciar que, por traços gerais, há uma tendência de decréscimo na concessão de crédito.

Como exceção a esta tendência podemos evidenciar o ano de 2010 onde, tanto para o setor não financeiro como especificamente para as empresas privadas, houve um aumento do montante de crédito concedido face ao ano anterior.

Apesar de, em valores absolutos, o volume de crédito concedido à economia ter uma clara tendência de descida, tal já não é verdade se tivermos em conta a dívida total em percentagem do PIB. Ver quadro 3.

Setor não financeiro - Dívida total em % do PIB (Variação anual em pontos percentuais)	
<b>2007</b>	
<b>2008</b>	4,8%
<b>2009</b>	6,8%
<b>2010</b>	3,8%
<b>2011</b>	6,1%
<b>2012</b>	7,5%
<b>2013</b>	-0,04%
<b>2014</b>	-2,6%

<sup>2</sup> O endividamento do setor não financeiro compreende as posições em final de período das sociedades não financeiras, administrações públicas e particulares (incluindo estes últimos as famílias, os empresários em nome individual e as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias), referentes a passivos sob a forma de empréstimos, títulos de dívida (valor nominal) e créditos comerciais.

### Quadro 3 – Dívida total em % do PIB.

Fonte: Banco de Portugal

A taxa de crescimento do crédito às sociedades não financeiras (que já inclui as empresas privadas) quase sempre excedeu a taxa de crescimento do PIB, consequentemente, é notório o crescimento do crédito ao setor não financeiro quando medido em percentagem do PIB.

De notar a forte contração registada entre 2012 e 2014 que passou de 7.5% para -2.6%, respetivamente.

## Dificuldades colocadas pelos bancos à concessão de crédito

Anteriormente observámos não só quais as fontes de financiamento privilegiadas pelas empresas, como também qual a evolução do crédito bancário em específico. Colocamos a hipótese de que, face a cenários de retração económica, os bancos tendem a ser mais restritivos na concessão de crédito.

Para apurar se os bancos estão de facto a dificultar o acesso ao crédito teremos por base, uma vez mais, o inquérito de conjuntura ao investimento do INE. Para tal analisaremos em específico as respostas das empresas quando questionadas sobre a dificuldade na obtenção de crédito. Ver gráfico 2

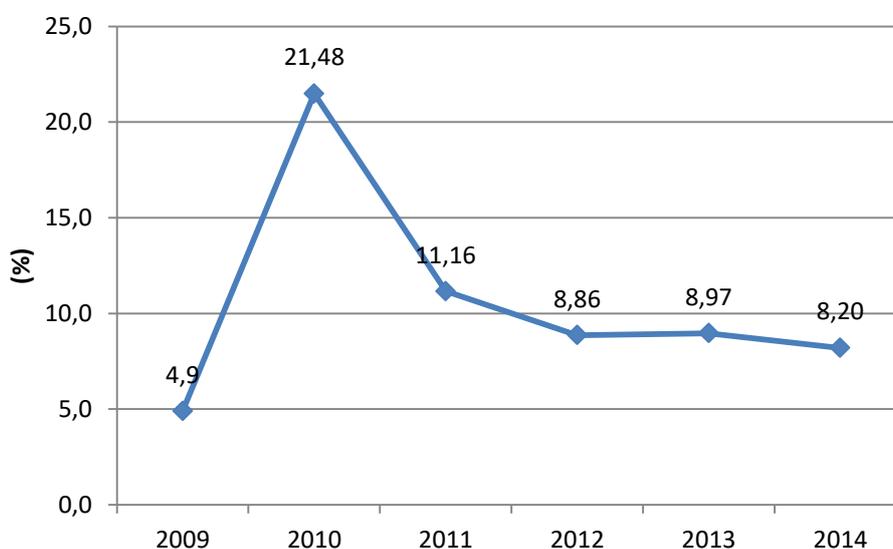


Gráfico 2 – Empresas com dificuldade em obter crédito

Fonte: Inquéritos de Conjuntura ao Investimento, INE.

Segundo o INE, as dificuldades de acesso ao crédito têm vindo a diminuir. Mais uma vez teremos que ter sentido crítico relativamente aos valores apresentados. Os dados apresentados não querem dizer que as empresas estão a ter mais facilidades na obtenção de capitais junto dos bancos, quer dizer sim, que atravessaram um período de enorme dificuldade que está agora a regularizar. O ano 2010 foi claramente um ano difícil na obtenção de crédito

sendo que 21.5% das empresas afirmaram ter dificuldades na obtenção de créditos junto das instituições bancárias. Há autores que defendem que, os efeitos nefastos da crise do *subprime* em 2007 nos E.U.A., fizeram-se sentir em Portugal apenas em 2010. Este fator poderá ser um dos que ajudam a explicar o espírito fortemente restritivo da banca portuguesa nesse ano. Se, por outro lado, analisarmos o valor de 2009 (4,9%), e apesar de não estar explícito no intervalo de tempo apresentado no gráfico, verificamos que este valor é exatamente o mesmo que em 2000 e 2001, por exemplo. Dado isto, estamos em condições de afirmar que o número de empresas com dificuldades de acesso ao crédito está a assumir parâmetros “normais” e que os valores registados em 2010 são, claramente, atípicos.

## **Emissões obrigacionistas em Portugal**

A amostra utilizada na presente dissertação são as empresas que compunham o índice PSI-20 a 31 de Dezembro de 2014, sendo elas:

- Altri SGPS
- Banco BPI;
- BANIF (Atual Santander);
- BCP;
- CTT;
- EDP S.A.;
- EDP Renováveis;
- Galp Energia SGPS SA;
- Impresa SGPS SA;
- Jerónimo Martins
- Mota Engil SGPS SA;
- NOS SGPS;
- Portugal Telecom (Atual: Pharol);
- Portucel;
- REN;
- Semapa;
- Sonae;
- Teixeira Duarte;

As empresas que a compunham o índice PSI-20 foram responsáveis, desde o momento da sua fundação até Dezembro de 2014, por 2033 emissões obrigacionistas sob as mais diversas condições. O BPI é, de longe, o grupo com maior aptidão para este tipo de financiamento sendo que o Banco BPI SA e o Banco BPI Cayman são responsáveis por cerca de 50% das emissões obrigacionistas consideradas. Opostamente temos, por exemplo, a Impresa que apenas recorreu uma vez à emissão de obrigações ou mesmo os CTT que nunca recorreram a este tipo de financiamento. Reforçamos a ideia de que algumas empresas financiam-se,

indiretamente, através de sociedades “veículo” não cotadas no índice PSI-20. (exemplo: EDP Finance BV - empresa do Grupo EDP sediada na Holanda).

Uma emissão obrigacionista “padrão”, de uma empresa da amostra, apresenta as seguintes características:

- Maturidade média de 3 anos e 5 meses
- Valor Nominal: 99,65 u.m.
- Preço de Emissão: 99,645 u.m.
- Taxa de Cupão: 2,71592%:

Fonte: cálculos efetuados pelo autor tendo por base em dados *Bloomberg*

### **Secção III – Revisão da Bibliografia**

Foi difícil encontrar bibliografia com o tema que nos propomos a estudar. Por um lado estamos a debruçar-nos sobre uma temática bastante estudada e explanada por todo o mundo, as obrigações, por outro queremos incidir a nossa análise num caso prático sobre a emissão obrigacionista das principais empresas de referência da praça portuguesa.

Visto que, a maioria dos estudos sobre esta temática correspondem, na sua grande maioria, a estudos empíricos e modelos teóricos importa-nos perceber qual o denominador comum entre todos eles. Após a análise de alguns autores, começamos a perceber que vários artigos e publicações faziam referência aos determinantes do endividamento, ou seja, quais os motivos que podem estar na génese da procura de capital alheio. Estes fatores determinantes delimitam numa primeira fase, por traços gerais, se a empresa tem maiores ou menores necessidades de capital. Note-se que não poderemos afirmar se essa busca de capital alheio será feita através da emissão de obrigações, objeto do presente estudo, ou por qualquer outro veículo de captação de capital.

Deste modo, e através da análise resumo de vários estudos realizados até ao momento, podemos resumir como fatores determinantes da estrutura de capitais, ou seja, fatores que influenciam a composição e origem de fundos, os seguintes:

- Dimensão
- Tangibilidade
- Oportunidades de crescimento
- Risco de negócio
- Vantagens fiscais
- Lucro

Note-se que cada autor utiliza na sua análise os determinantes que lhe parecem mais corretos, não sendo por isso uma análise estanque nem havendo uma verdade absoluta quanto ao número de determinantes.

Antes de analisarmos cada determinante em particular é inevitável fazer referência a Modigliani e Miller (1958) que, atualmente, são considerados por muitos os pais do pensamento teórico e lógico sobre a empresa. Isto porque, com estes autores, apareceram os primeiros estudos, bem como a preocupação, com a estrutura de capitais da empresa. Modigliani e Miller (1958) determinaram que o valor de uma empresa é independente da sua estrutura de capitais e da forma como a mesma se financia. Este estudo assenta sobre vários pressupostos designados como “o mundo ótimo para os economistas” que são fundamentais para os resultados obtidos. A ausência de custos de financiamento, um dos pressupostos assumidos, faz com que o custo de capital se mantenha o mesmo seja qual for o nível de endividamento da empresa não havendo, deste modo, uma estrutura ótima de capitais. O facto de os autores terem assumido, para além do pressuposto já referido, a ausência de assimetria de informação, custos de falência, entre outros, fez com que vários autores colocassem em causa a sua teoria argumentando que estes assumem mercados perfeitos que, na verdade, não existem.

A onda massiva de críticas e questões fizeram com que os autores se continuassem a dedicar a esta temática e, em 1963, publicaram mais um estudo onde retificavam a primeira publicação (1958) eliminando o pressuposto da ausência de impostos na medida em que, com a existência de impostos, o benefício fiscal decorrente do endividamento leva a uma redução do custo de aquisição do capital e, conseqüentemente, afetará o valor intrínseco da empresa.

## **Fatores determinantes do endividamento**

Como já referimos anteriormente muitos são os estudos que apontam determinantes para o endividamento e a própria estrutura de capital da empresa. É importante destacar que, na hora de contrair um financiamento, seja ele de que forma for, há uma panóplia muito ampla de aspetos a ter em conta que transcendem a simples escolha entre capital próprio ou alheio. As propostas de financiamento têm que ser analisadas como um todo, nomeadamente, no que toca à sua maturidade, condições implícitas ao próprio financiamento (ex: comissões) e origem (financiamento bancário, emissão de obrigações, papel comercial, etc.).

Não obstante iremos explanar, tal como identificado anteriormente, alguns fatores que são amplamente considerados pela literatura como determinantes (ou influenciadores) na escolha da forma de financiamento por parte de uma empresa.

- **Dimensão**

A dimensão da empresa é considerada um determinante do endividamento na medida em que empresas de dimensão equivalente tendem a ter necessidades de financiamento equivalentes. Segundo Titman e Wessels (1988) as grandes empresas tendem a ser menos propensas a

dificuldades financeiras considerando que, por norma, têm uma área de negócio mais diversificada reduzindo assim o risco a que estão expostas, o que permitirá um maior endividamento. Os mesmos autores afirmam também que empresas de maior dimensão tendem a estar mais bem preparadas para enfrentar adversidade como, por exemplo, a assimetria de informação. Mais tarde Rajan e Zingales (1995) corroboraram os autores anteriores definindo que a dimensão da empresa poderá ser um fator influenciador da estrutura de capitais e do seu índice de endividamento (empresas de dimensão equivalente tendem a ter necessidades de financiamento semelhantes).

Por outro lado Jorge e Armada (2001) também consideraram este aspeto no entanto concluíram que este não aparenta ser um determinante do endividamento da empresa, independentemente da forma como é medido.

- **Tangibilidade**

Este tópico diz concretamente respeito à tangibilidade dos ativos. Não quer com isto dizer que, as empresas com mais ativos tangíveis são obrigatoriamente mais endividadas, no entanto é amplamente considerado que empresas com mais ativos deste tipo têm maior facilidade de obtenção de crédito uma vez que estes mesmos ativos colateralizam a própria dívida. Foi isso mesmo que explanaram Titman e Wesels (1988) onde concluíram que empresas com mais ativos tangíveis tendem a ter maior nível de endividamento. Rajan e Zingales (1995) para além de estabelecerem uma relação positiva entre este e o tópico anterior, determinam que as empresas dos países com economias “Bank Oriented” têm um nível de endividamento maior e destacam o facto de os investidores preferirem financiar empresas com uma proporção maior de ativos tangíveis no seu balanço (colateral). Mais tarde Frank e Goyal (2009) consideram mesmo que a tangibilidade como fator indispensável e estando este diretamente relacionado com a dívida.

Quer isto dizer que a tangibilidade dos ativos reduz o risco do financiamento para os investidores na medida em que servem de garantia em caso de incumprimento.

- **Oportunidades de crescimento**

As conclusões relativamente a este determinante foram relativamente homogéneas tanto para Titman e Wessels (1988) como para Rajan e Zingales (1995). Estes defendem que empresas inseridas em setores onde se regista um forte crescimento do mesmo tendem a ter custos associados à dívida elevados, talvez explicados pela incerteza ou mesmo alguma volatilidade inerente a esse mesmo crescimento. Deste modo os autores identificam uma relação negativa entre o nível de endividamento e as oportunidades de crescimento. Este fenómeno é justificado, em parte, porque em casos de mercados onde se regista um forte crescimento a empresa tende a estar sobrevalorizada. Esta sobrevalorização permite aos gestores optarem por outras formas de financiamento, como é o exemplo da emissão de novas ações a um preço extremamente atrativo o que traz liquidez para a empresa não gerando qualquer passivo (ex:

*dot com bubble*). Jorge e Armanda (2001) vão mais longe na sua explicação e evidenciam que a relação inversa entre o nível de endividamento e as oportunidades de crescimento advêm de uma forte necessidade de realização de novos investimentos. Para tal as empresas procuram manter os seus rácios de endividamento no mínimo para, em caso de oportunidade, poderem alavancar-se e explorando ao máximo o mercado onde se inserem.

Contrariando estes autores surge Frank e Goyal (2009) onde expõem que, face a fortes oportunidades de crescimento, o autofinanciamento revela-se insuficiente havendo por isso necessidade de recorrer a capital alheio. Na perspetiva de Frank e Goyal (2009) a relação entre as oportunidades de crescimento e o nível de endividamento é positiva.

- **Risco de Negócio**

Empresas inseridas num mercado onde o risco é elevado tendem, por norma, a ter fluxos de caixa mais voláteis. Segundo Frank e Goyal (2009) estas empresas tendem a enfrentar mais custos de financiamento derivados dessa mesma volatilidade o que, conseqüentemente, representará uma tendência para a utilização de uma menor proporção de capitais alheios. Este estudo vem corroborar o já anunciado por Ferri e Jones (1979) onde assumem que o nível de endividamento e o risco estabelecem uma relação negativa entre si. Mais recentemente Couto e Ferreira (2010) concluíram que o risco de negócio mostra-se determinante na estrutura de capital.

- **Vantagens Fiscais**

Como já foi referido anteriormente, este tópico é tão importante que levou Modigliani e Miller (1968) a corrigir a sua teoria inicial (1958) para terem em conta esta variável como determinante no valor da empresa. Segundo estes, a possibilidade da dedução dos custos financeiros é uma vantagem incontornável uma vez que permite baixar o imposto a pagar e, conseqüentemente, aumenta o valor da própria empresa. Mais recentemente Couto e Ferreira (2010) não concordam plenamente com o afirmado por Modigliani e Miller e referem-se concretamente às vantagens fiscais não resultantes do endividamento afirmando que estas se mostram determinantes na estrutura de capital da empresa.

- **Lucro**

Relativamente ao determinante lucro seria de esperar um resultado unânime entre todos os autores. Rajan e Zingales (1995) defendem uma relação negativa entre o lucro e o nível de endividamento na medida em que, empresas com maiores lucros, têm mais capital disponível para fazer face a investimentos. Adicionalmente Rajan e Zingales (1995) estabelecem uma relação negativa deste determinante com o determinante oportunidades de crescimento. Para além de que, os custos associados à utilização de autofinanciamento são substancialmente menores do que os associados à utilização de capital alheio. Couto e Ferreira (2010) vieram sedimentar mais estas conclusões e, através do seu estudo, afirmam que o lucro é

indiscutivelmente um determinante na estrutura de capital, influenciado diretamente o tipo e a origem de fundos utilizados pela empresa.

Apesar de Titman e Wessels (1988) terem determinado uma relação negativa entre o lucro e o nível de endividamento surge, mais tarde e com a coautoria de Sheridan Titman, uma posição ligeiramente distinta por parte de Grinblatt e Titman (2005), que concluem que empresas com lucros elevados deverão utilizar uma maior percentagem de capitais alheios por forma a tirar partido das vantagens fiscais associadas à utilização de um empréstimo. Estas conclusões já foram abordadas anteriormente no que diz respeito ao determinante vantagens fiscais.

## **Secção IV – Dados e Metodologia**

Para a realização de um trabalho de investigação/dissertação é fundamental definir a metodologia de investigação que dará origem aos dados a serem trabalhados. Sendo um *case study*, naturalmente, a principal forma de recolha de dados é, essencialmente, observação de informação histórica. A investigação centrar-se-á em dois pilares centrais, sendo eles: a padronização da dívida e a análise empírica.

Tendo em conta que grande parte dos grupos económicos têm empresas da área financeira e que, maioritariamente, são estas as emitentes obrigacionistas, teremos como base de trabalho as informações financeiras consolidadas. Consequente e independentemente da amostra ser a totalidade das empresas do índice PSI-20 a 31 de Dezembro de 2014, esta análise não terá em conta tanto a EDP Renováveis como a Portucel uma vez que estas consolidam com a EDP e Semapa, respetivamente.

Consideramos pertinente retirar a NOS da amostra tendo em conta que, a empresa tal como a conhecemos hoje, já tomou diversas formas jurídicas no período de análise (NOS, ZonOptimus, Zon, Optimus, TVCabo), consequentemente, a informação analisada seria incompleta e as conclusões enviesadas.

Os resultados relativos à banca (Banif, BCP e BPI) serão apresentados por último e, para tal, consideraremos o somatório dos empréstimos de outras instituições de crédito, empréstimos de bancos centrais e empréstimos obrigacionistas como “empréstimos totais” e analisaremos o peso de cada componente no somatório.

A análise será feita de 2003 a 2014 ou, na impossibilidade de iniciar em 2003, no exato momento que os dados financeiros disponibilizados o permitam.

## Padronização da dívida

Considerámos pertinente fazer uma análise histórica que nos permitirá definir, por traços gerais, aspetos comuns nas emissões obrigacionistas. Para tal, e tendo como objetivo definir um padrão, utilizaremos uma base de dados com informação consolidada de todas as emissões obrigacionistas das empresas que constituem o índice PSI-20. Esta informação será exportada da plataforma Bloomberg e será consolidada para evitar enviesamento de informação. Esta base de dados deverá ser composta por diversa informação como: empresa emitente, indústria, preço de emissão, prazo, *yield to maturity*, cupão, montante do financiamento, tipo de cupão e qualquer outra informação que se considere pertinente.

Consolidadamente as empresas do PSI-20 efetuaram 2033 emissões obrigacionistas (1965 a 2014). Note-se que tivemos em conta todas as emissões das empresas da amostra (desde a sua constituição), incluindo as empresas que deram origem às empresas da amostra (exemplo: Banco Fonecas e Burnay posteriormente integrado no universo BPI). Estas emissões são transversais à economia portuguesa e dizem respeito aos setores: Bank's (1548), Cable & Satellite (6), Commercial Finance (54), Construction and Materials (9), Consumer Finance (1), Diversified Banks (9), Engineering & Construction Services (1), Financial Services (173), Forest & Paper (32), Industrial Other (23), Integrated Oils (14), Life Insurance (1), Power Generation (15), Property & Casualty Insurance (2), Publishing & Broadcasting (1), Real Estate (3), Retail – Consumer Staples (4), Supermarkets & Pharmacies (44), Transportation & Logistics (1), Utilities (85), Wireline/Wireless Telecommunications Services (7). Emissões estas em 14 tipos de moedas diferentes: BRL (18), CAD (2), CHF (4), CZK (3), DEM (1), ESP (9), EUR (1725), GBP (11), HKD (6), JPY (8), PLN (5), PTE (85), USD (155) e XEU (1).

Nota: classificação sectorial e monetária *Bloomberg*

A análise empírica é, sem dúvida, o capítulo mais relevante da presente dissertação. É este capítulo que nos permitirá responder à questão de investigação definindo se as empresas usam o mercado de capitais para se financiarem. Para tal, analisaremos os relatórios e contas consolidados das empresas da amostra, sempre que possível, de 2005 a 2014. O objetivo é determinar a estrutura do seu passivo financeiro. Esta análise será relativamente distinta entre a banca e a generalidade das empresas. O passivo financeiro da generalidade das empresas será subdividido em:

- Empréstimos bancários, onde se incluem contas correntes, descobertos e similares;
- Empréstimos obrigacionistas, onde se incluirão os empréstimos por via de papel comercial;
- Outros empréstimos que terá uma componente variável incluindo todos os empréstimos não enquadráveis nas categorias anteriores - maioritariamente composto por incentivos reembolsáveis.

Será posteriormente feita uma análise de cada uma destas componentes em função do passivo e do passivo financeiro. Para a banca, serão considerados três tipos de empréstimos:

- Empréstimos de Bancos Centrais;
- Empréstimos Obrigacionistas;
- Empréstimos de Outras Instituições de Crédito.

A soma destas três rubricas será considerada como “empréstimos totais” e será igualmente analisado cada componente em função da totalidade dos empréstimos.

Esta análise será subdividida em três capítulos sendo eles:

- Análise empresa a empresa – onde cada empresa será analisada individualmente;
- Análise por setor – onde as empresas serão subdivididas por setor de atividade e tentaremos perceber se há algum padrão para as empresas daquele setor;
- Análise total da amostra – onde a amostra será analisada como um todo, tentando apurar o comportamento de cada rubrica acima identificada.

## **Secção V – Análise empírica**

Tal como já foi referido na Metodologia, o presente capítulo tem por objetivo a análise da evolução do passivo financeiro das empresas. Para tal analisaremos detalhadamente o passivo financeiro das empresas da amostra (PSI-20) considerando três classes: empréstimos bancários, empréstimos obrigacionistas e outros empréstimos. Estas classes serão analisadas tanto em função do passivo financeiro como da totalidade do passivo. Sendo o objeto da presente dissertação o financiamento obrigacionista, destacaremos esta forma de financiamento sem nunca descorar os empréstimos bancários que, como já vimos anteriormente, assumem um papel preponderante como principal fonte de capital alheio para as empresas.

Relembramos que a EDP Renováveis e a Portucel não serão consideradas por consolidarem resultados com EDP e Semapa, respetivamente. Por indisponibilidade de dados financeiros completos a NOS foi igualmente excluída da amostra.

Todos os dados apresentados neste capítulo tiveram origem em cálculos efetuados pelo autor com base nos dados financeiros disponibilizados por cada empresa (disponíveis nas páginas *online* de relação com o investidor).

## Sub-Secção I – Análise – Empresa a Empresa

### Altri, SGPS, S.A.

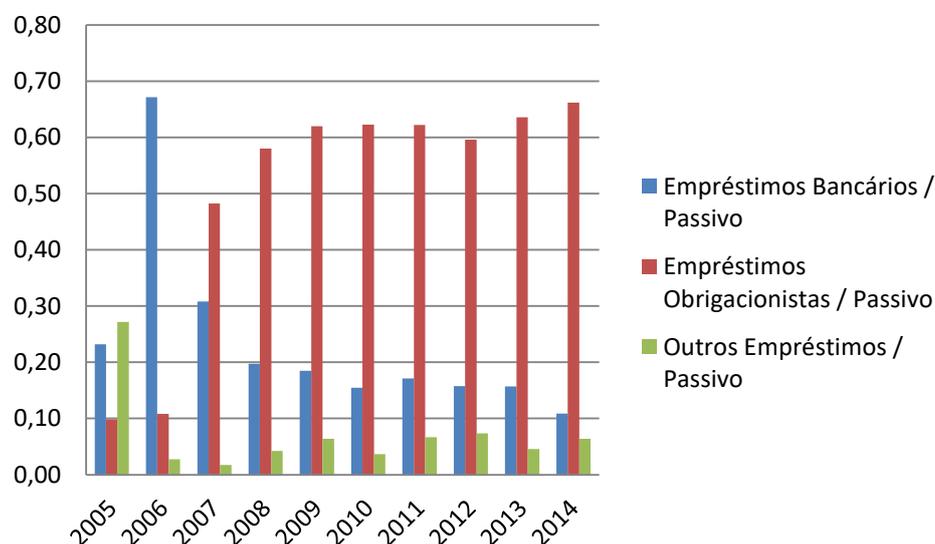


Gráfico 3 - Altri – Passivo

Por análise da composição do passivo da Altri podemos reiterar o que já foi dito na análise ao inquérito da conjuntura de investimento, ou seja, o financiamento bancário é extremamente importante e o financiamento obrigacionista está a ganhar cada vez mais protagonismo. Ao analisarmos, por exemplo, o ano de 2006, vemos a forte expressão do financiamento bancário chegando a representar aproximadamente 67% do passivo total. O financiamento obrigacionista, por outro lado, deixa de ter uma expressão pouco relevante (aproximadamente 10% em 2005 e 2006) e afirma-se cada vez mais como a principal fonte de financiamento da Altri a partir de 2007, sendo que, em 2014, apresenta o valor mais elevado, representando 66% do passivo consolidado do grupo.

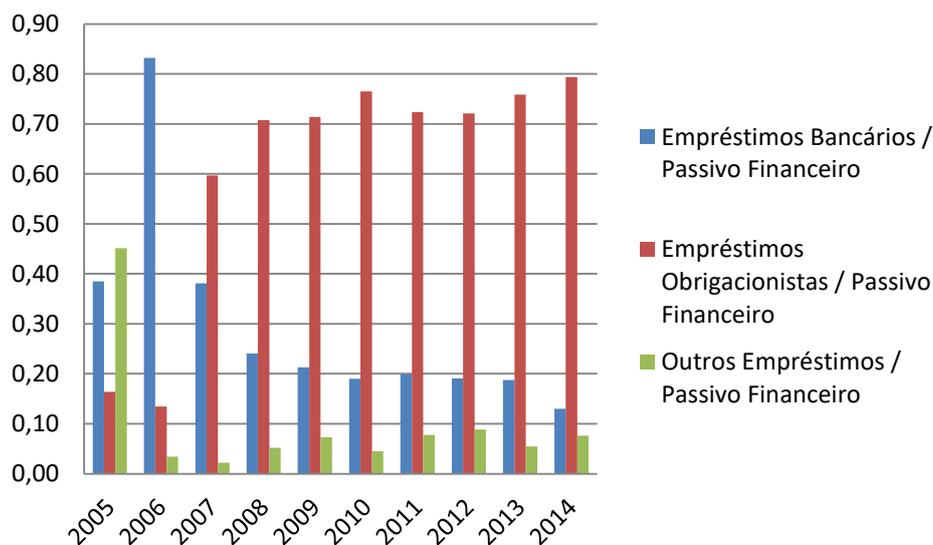


Gráfico 4 - Altri – Passivo Financeiro

As conclusões a retirar destas rubricas em função do passivo financeiro são em tudo semelhantes às anteriores, contudo, podemos evidenciar a importância crescente do financiamento obrigacionista sendo, sem dúvida, a maior rubrica do passivo financeiro (79% em 2014) e, obviamente, a maior fonte de financiamento do grupo, contrastando com o peso decrescente do financiamento bancário (13% em 2014). Em 2014, o financiamento obrigacionista representava cerca de 640 M€. De facto, o ano de 2007 em diante foi amplamente considerado um ano em que as condições dos mercados bancários se deterioraram e isso foi amplamente reconhecido. No auge da crise económica internacional, a revista do BNDES publica que: “Desde agosto de 2007, com o início da crise imobiliária no segmento *subprime* nos EUA, houve um aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional, com a concomitante deterioração das condições de crédito em escala global” (Júnior, Gilberto et al, 2008). Natário, Thiago (2009) concluiu na sua dissertação que: “A crise financeira internacional, originada em meados de 2007 no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco (*subprime*), adquiriu proporções tais que acabou por se transformar, após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, numa crise com claros contornos sistémicos.” Consequentemente deparamo-nos com uma diminuição da liquidez do mercado e uma contração da economia. Estas conclusões serão transversais às demais empresas nesta análise.

No sentido de perceber se esta alteração do paradigma do financiamento da empresa resulta de uma estratégia da empresa ou eventual alteração das condições de mercado (uma vez que, independentemente do citado anteriormente, não podemos estabelecer uma relação direta), entrámos em contato com o gabinete de relação com o investidor da Altri não tendo, até ao momento de submissão do presente artigo, obtido qualquer resposta.

## CTT

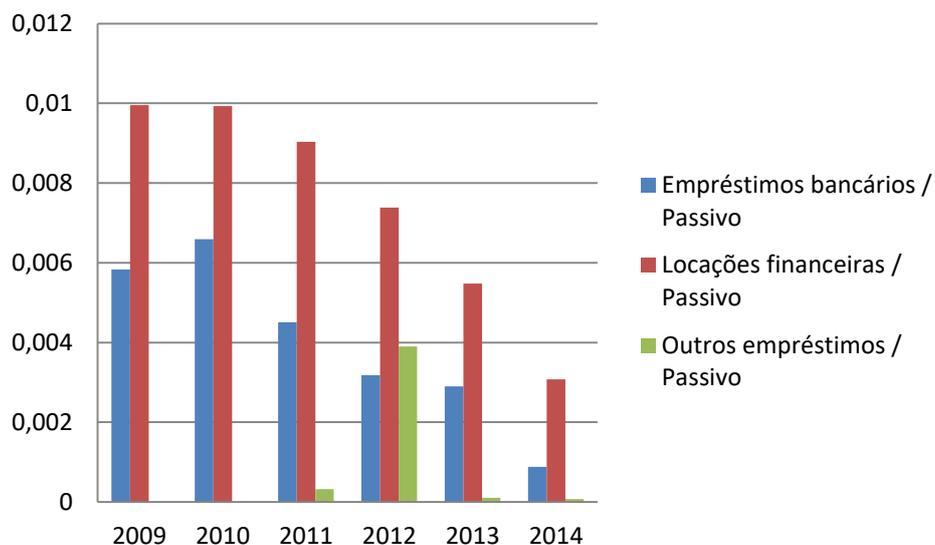


Gráfico 5 - CTT - Passivo

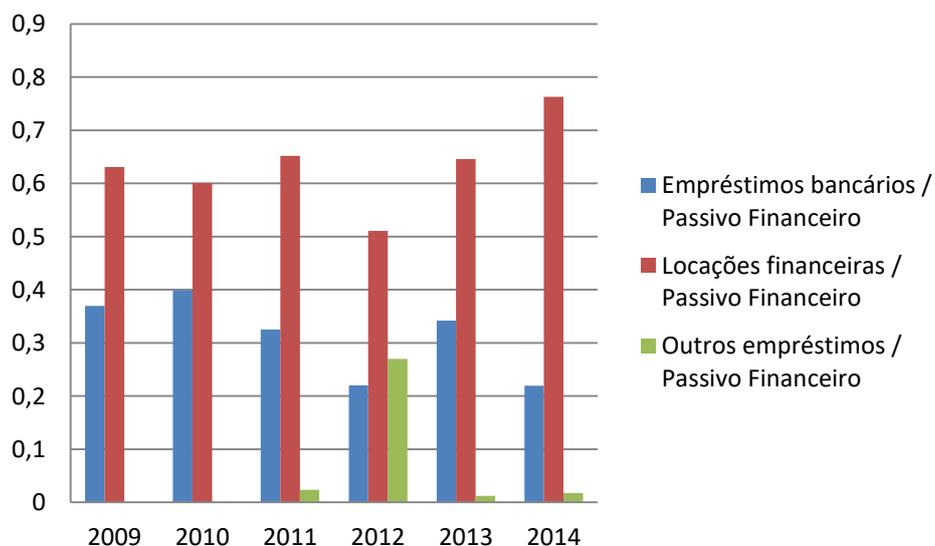


Gráfico 6 - CTT - Passivo Financeiro

Relativamente aos CTT consideraremos, a título excecional, a rubrica “locações financeiras”. Ao contrário da generalidade das empresas do PSI-20 esta nunca emitiu títulos representativos de dívida.

Os próprios empréstimos bancários, forma de financiamento por excelência, assumem um papel pouco relevante. A rubrica mais representativa, tanto em função do passivo como do passivo financeiro, é a que diz respeito às locações financeiras. Estas, de 2009 a 2014, apresentaram um valor médio de 6,4 M€ sendo que o máximo verificou-se em 2009 (9 M€) e o mínimo em 2014 (2,9 M€). Podemos afirmar que, no que respeita à composição da estrutura da dívida, os CTT distanciam-se dos pressupostos assumidos contrariando a tendência. Um

aspecto é comum, a diminuição do peso da dívida bancária. Em 2009 os CTT tinham um passivo de 903 M€, dos quais, 5,3 M€ correspondiam a financiamento bancário. Em 2014 o passivo assumia 932 M€, dos quais, apenas 0,825 M€ correspondiam a financiamento bancário. Analisando o balanço patrimonial, as rubricas de maior expressão são as correspondentes aos benefícios aos empregados (256 M€) e contas a pagar (500M€ - essencialmente composto por vales CNP, 201 M€, e serviços financeiros postais, 197 M€).

## EDP

A EDP é, por excelência, uma empresa aberta ao financiamento por obrigações. Maioritariamente através da sua subsidiária EDP Finance BV, com sede na Holanda, este grupo recorre ao financiamento obrigacionista com bastante sucesso, seja em euros ou dólares. Recordamos que os dados financeiros analisados são consolidados e, consequentemente, incluem os resultados financeiros da EDP Renováveis.

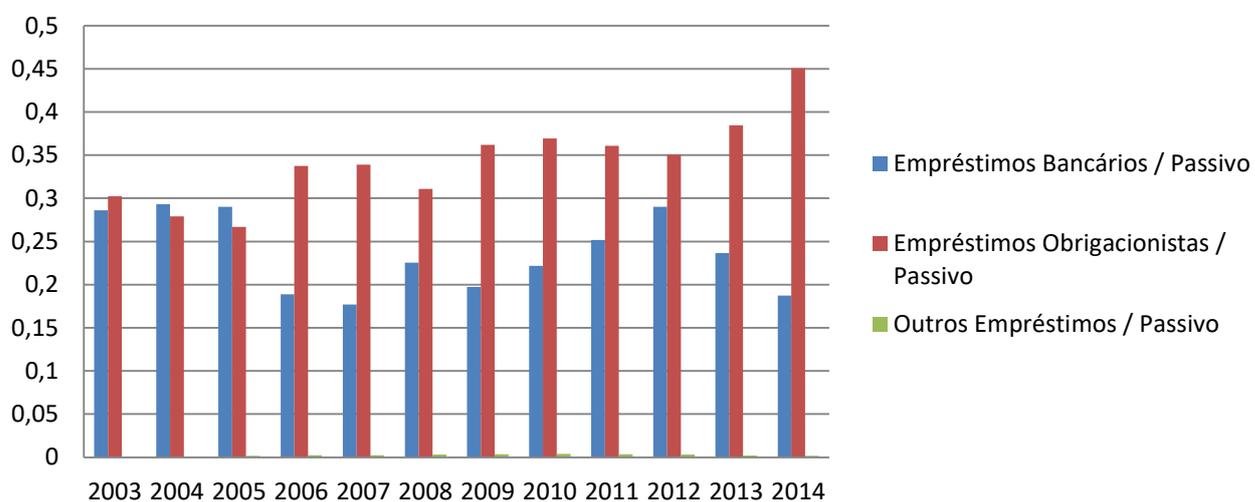


Gráfico 7 - EDP - Passivo

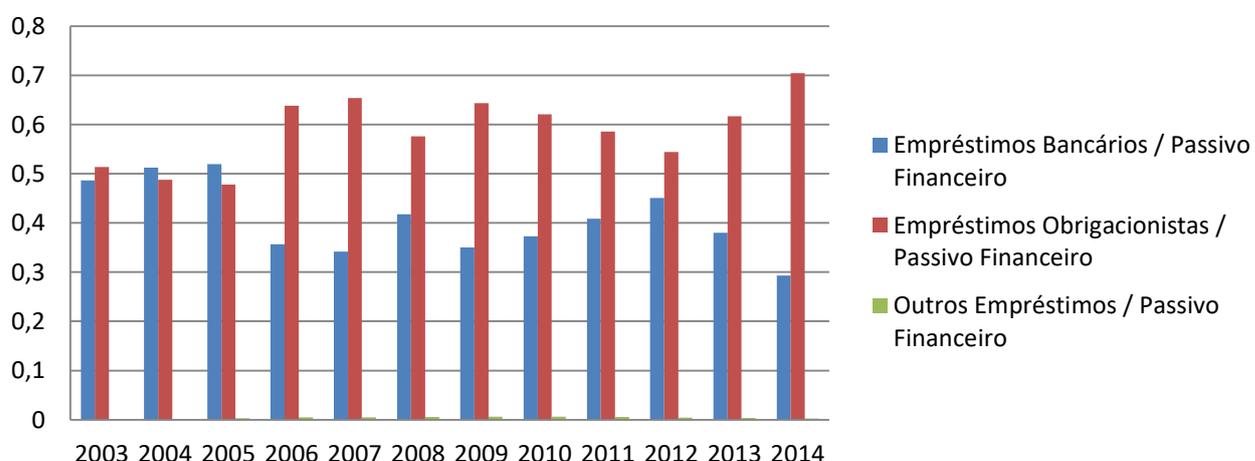


Gráfico 8 - EDP - Passivo Financeiro

Mais uma vez, quer seja em função do passivo ou do passivo financeiro, vemos que a dependência do financiamento bancário está a decrescer. O financiamento obrigacionista é a principal fonte de capital alheio do grupo EDP e, em 2014, representa mesmo 70% de todo o passivo financeiro e cerca de 45% da totalidade do passivo do grupo. Os outros empréstimos são praticamente inexpressivos, registando os valores mais elevados em 2010 onde representou 0,39% e 0,66% do passivo e passivo financeiro, respetivamente. Apesar de ligeiro, podemos perceber um declive negativo na tendência dos empréstimos bancários, contrastando com um declive positivo no financiamento obrigacionista. Estes resultados são, em certa medida, expectáveis dado que a estabilidade associada às receitas do sector elétrico coincide com a rigidez das obrigações (e.g. previsibilidade de *cash-flows* permite estruturação de dívida). Por outro lado, podemos ainda considerar que investimentos tão elevados como os realizados pela EDP requerem uma forma de financiamento capaz de obter montantes igualmente altos, o que mais uma vez coincide com as características das obrigações (Lagoa e Leão, 2011).

## Galp

A Galp, como grande empresa que é, e estando sujeita aos mesmos impactos macroeconómicos, segue a tendência do aumento do peso relativo do financiamento obrigacionista.

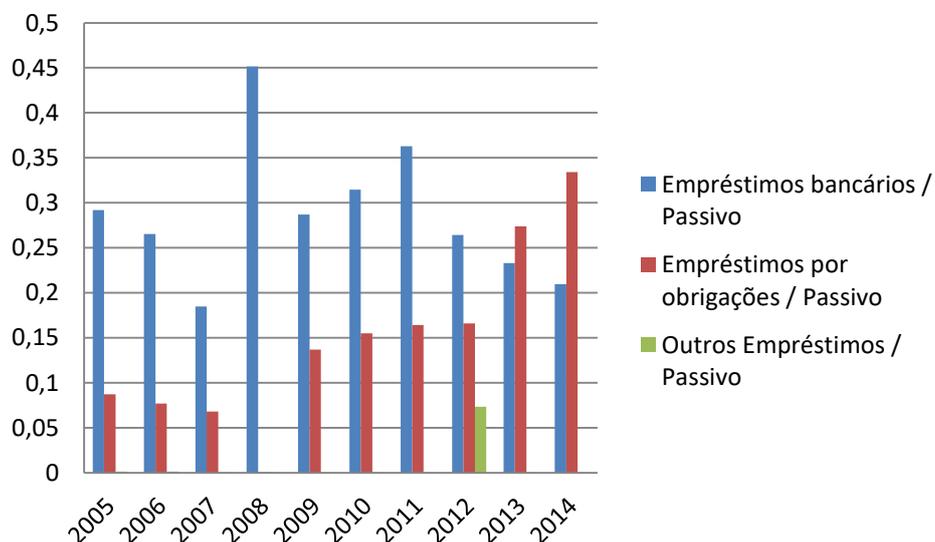
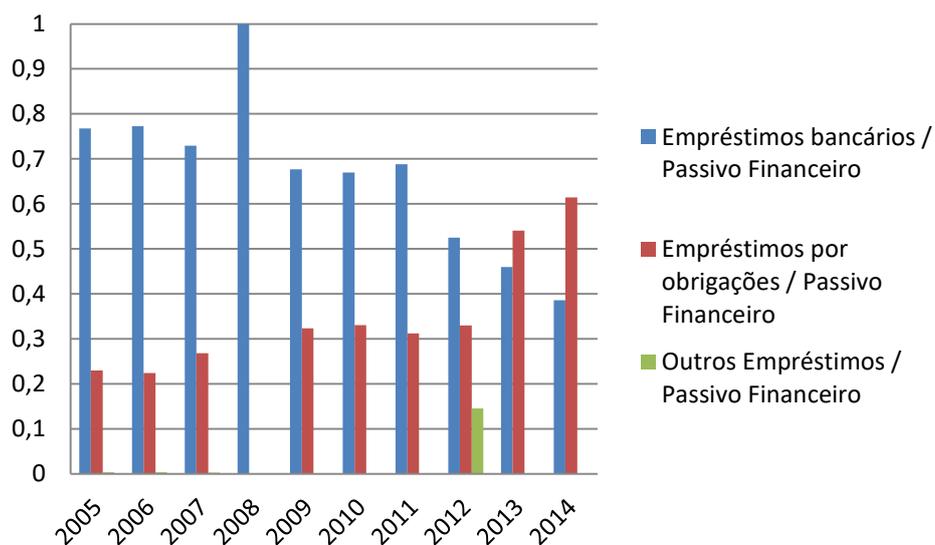


Gráfico 9 - Galp - Passivo



**Gráfico 10 - Galp - Passivo Financeiro**

Como podemos constatar pela análise gráfica, o ano de maior expressão da rubrica “empréstimos bancários” foi 2008. Neste ano, esta forma de financiamento representa quase a totalidade do passivo financeiro (99%). De 2008 em diante o peso relativo do financiamento bancário diminui gradualmente. Junto do Departamento de Relações com o Investidor pudemos perceber que tal estrutura de capitais reflete a estratégia de financiamento da empresa. Esta, visa dois objetivos: diversificação das fontes de financiamento e a extensão da maturidade média da dívida. No âmbito desta estratégia, a empresa lançou em 2013 um programa para a emissão de instrumentos de dívida de médio prazo no mercado de capitais. Neste âmbito, procedeu a duas emissões de dívida, em 2013 e 2014, para um montante total de 1 bilhão de euros. Estes títulos foram admitidos à negociação na London Stock Exchange. Com isto, os financiamentos representados por títulos obrigacionistas representaram, em 2014, 61% da totalidade do passivo financeiro. A categoria “outros empréstimos” dada a natureza de negócio da Galp e em função do seu balanço, é praticamente inexpressiva ao longo do período em análise.

## Impresa

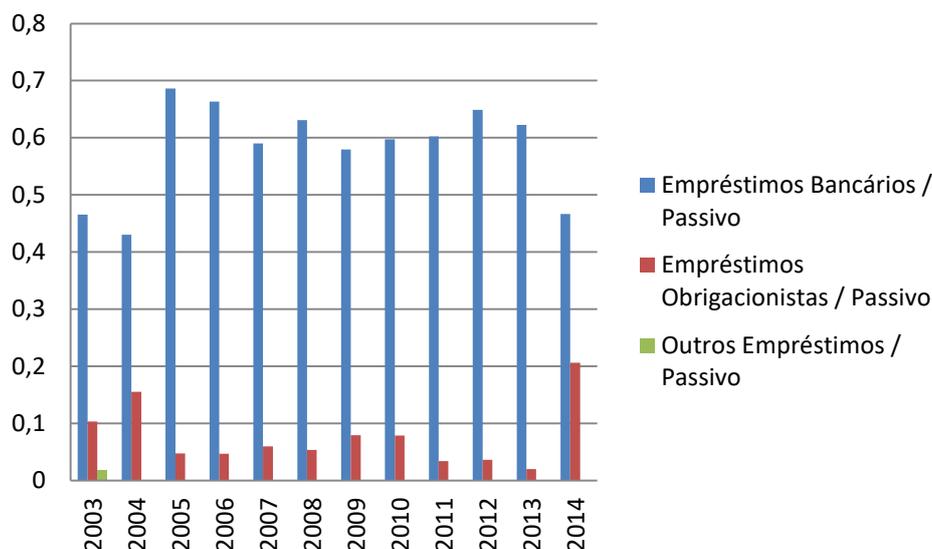


Gráfico 11 - Impresa - Passivo

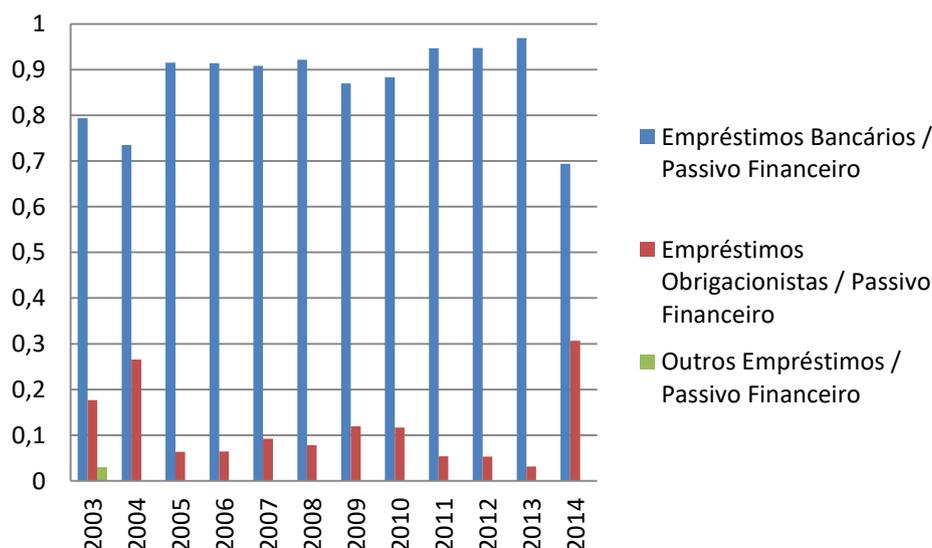


Gráfico 12 - Impresa - Passivo Financeiro

Pela análise da estrutura de capitais da Impresa vemos que se trata de uma empresa bastante conservadora quanto à composição do seu balanço. O seu passivo financeiro é constituído maioritariamente por empréstimos bancários e equiparados (exemplo: contas correntes, descobertos bancários). A rúbrica “empréstimos obrigacionistas” é pouco expressiva e conta, maioritariamente, com papel comercial que, por traços gerais, são obrigações de curto prazo e será agrupado na mesma classe. No ano de 2014 atingimos um máximo onde as obrigações representaram 31% do passivo financeiro. Relativamente à Impresa, e visto que apenas em 2014 os títulos representativos de dívida têm um peso relevante, é impossível concluir se a empresa está a adotar esta forma de financiamento como alternativa principal ou,

contrariamente, estamos apenas perante um valor atípico. Certo é que o financiamento bancário é sem dúvida a principal fonte de capital alheio da Impresa revelando-se uma das empresas do PSI-20 com maior dependência das instituições bancárias. Como podemos confirmar pela análise dos gráficos, os empréstimos bancários representam, em média, mais de metade da totalidade do passivo do grupo (58%) e, em diversos anos, quase a totalidade do passivo financeiro.

## Jerónimo Martins

A Jerónimo Martins apenas nos permite analisar os seus resultados financeiros de 2009 em diante. Seria interessante analisar o comportamento da estrutura do passivo financeiro no pré e pós crise do *subprime*, no entanto a empresa não disponibiliza dados financeiros mais antigos.

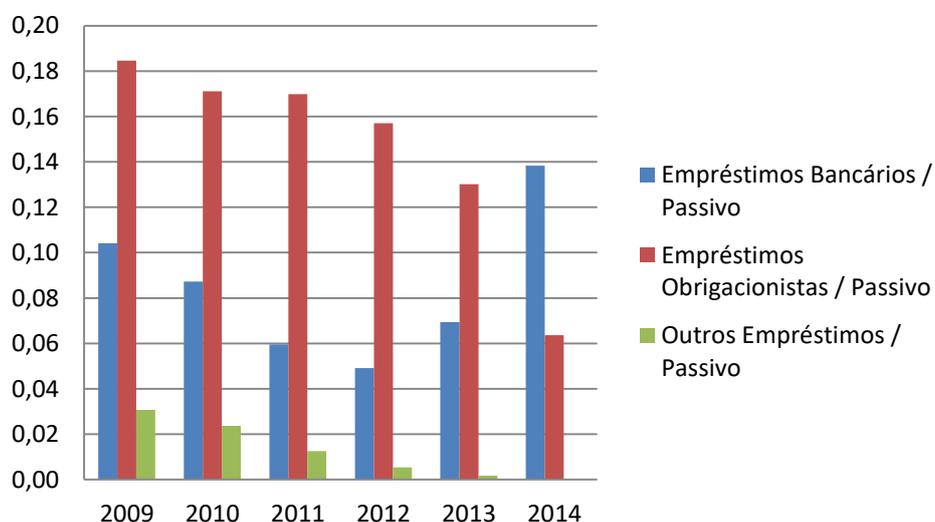


Gráfico 13 - Jerónimo Martins - Passivo

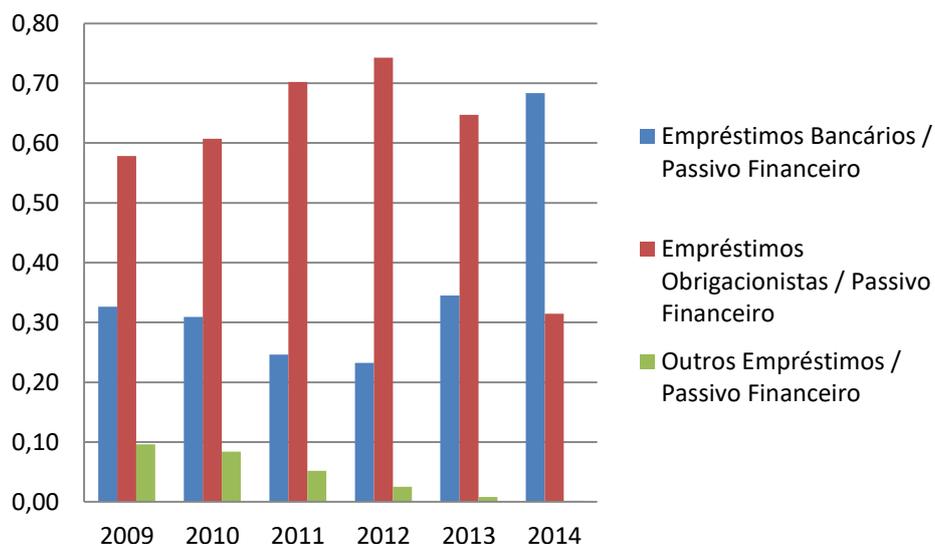


Gráfico 14 - Jerónimo Martins - Passivo Financeiro

O financiamento obrigacionista é, sem dúvida, uma importante fonte de financiamento do grupo Jerónimo Martins. O seu passivo financeiro representa, em média, 24% da totalidade do passivo. Dada a atividade da própria Jerónimo Martins, a maior fatia do seu passivo diz respeito à rubrica Credores, acréscimos e diferimentos (2,6 mil milhões) composta essencialmente por outros credores comerciais. Se tivermos em conta o período compreendido de 2009 a 2011, 18% da totalidade do passivo correspondiam a dívida obrigacionista. Estamos, sem margem de dúvida, perante a principal fonte de financiamento do grupo. O ano de 2014 revela-se atípico, o grupo distancia-se do que tem sido prática comum da generalidade das empresas e aumenta o peso da dívida bancária na sua estrutura de capital, em prol da diminuição da componente obrigacionista. Estas evidências podem ser justificadas com a estratégia da própria empresa. Segundo a Dr.<sup>a</sup> Conceição Carrapeta (Diretora de Operações Financeiras – Jerónimo Martins), as formas de financiamento através de empréstimos obrigacionistas ou papel comercial, “permitem ao grupo aceder a um leque mais vasto de investidores para além do sector bancário em Portugal que, como se sabe, passou uns anos de pouco apetite para contratação de nova dívida”. Relativamente ao ocorrido no último ano da análise, a Jerónimo Martins refere que nos mercados Polacos e Colombianos, “não deparámos com estas dificuldades, pelo que, os financiamentos continuam a ser efetuados através da banca local, a qual continua a revelar uma grande vontade de continuar a aumentar a exposição à Jerónimo Martins.”

Adicionalmente, referem que os empréstimos obrigacionistas e o papel comercial, beneficiam de isenção de Imposto de Selo (ao contrário do financiamento bancário) tornando-se assim uma dívida com custos totais potencialmente mais baixos.

## Mota Engil

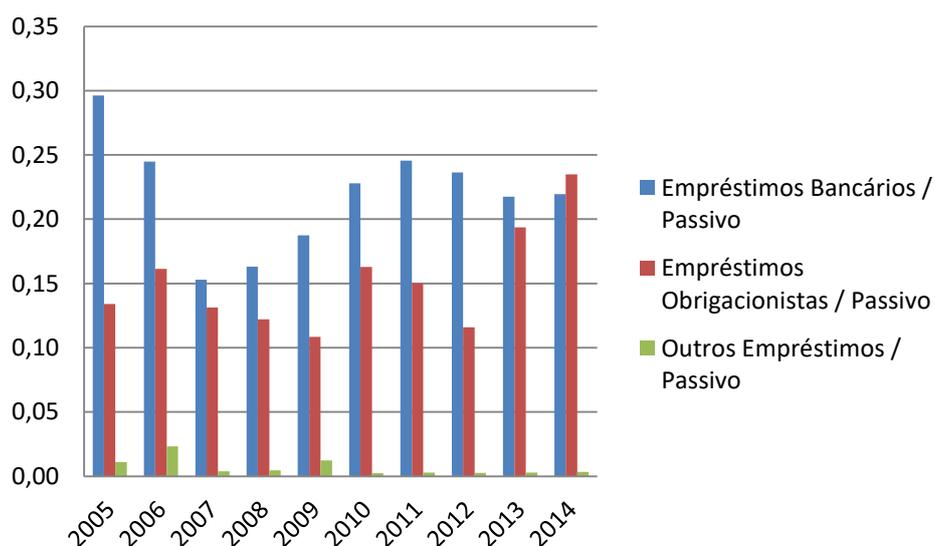
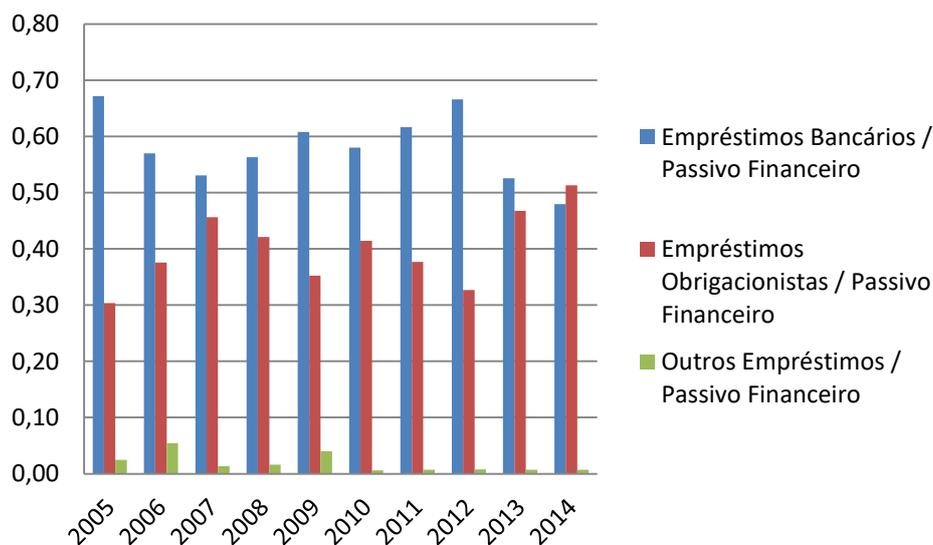


Gráfico 15 - Mota Engil - Passivo



**Gráfico 16 - Mota Engil - Passivo Financeiro**

Sendo a Mota Engil uma empresa dedicada à construção e obras públicas, não é de admirar que a maior fatia do seu passivo financeiro diga respeito a empréstimos bancários. Frequentemente, as empresas da área da construção, dada a dimensão e avultado montante dos projetos em que se envolvem, antes de iniciarem os seus projetos recorrem à banca no sentido de se financiar. Apesar desta premissa, o peso relativo dos empréstimos obrigacionistas, ao longo do período em análise, está a subir em detrimento dos empréstimos bancários. Os outros empréstimos não merecerão qualquer consideração dado que são pouco expressivos. Podemos ver que, em 2005, cerca de 30% do passivo financeiro dizia respeito a títulos obrigacionistas, correspondendo a cerca de 178 M€. No ano de 2014 este valor é ainda mais expressivo (795 M€) e os empréstimos obrigacionistas assumem, sensivelmente, o mesmo peso que os empréstimos bancários (743 M€) na estrutura de capitais da empresa.

## Portugal Telecom (PT)

Nesta análise vamos considerar a empresa atualmente designada como Pharol. Dado que a amostra foi definida a 31 de Dezembro de 2014 e que nesta data a Pharol, empresa originada a partir da PT, ainda não existia, esta será designada sempre com a antiga denominação.

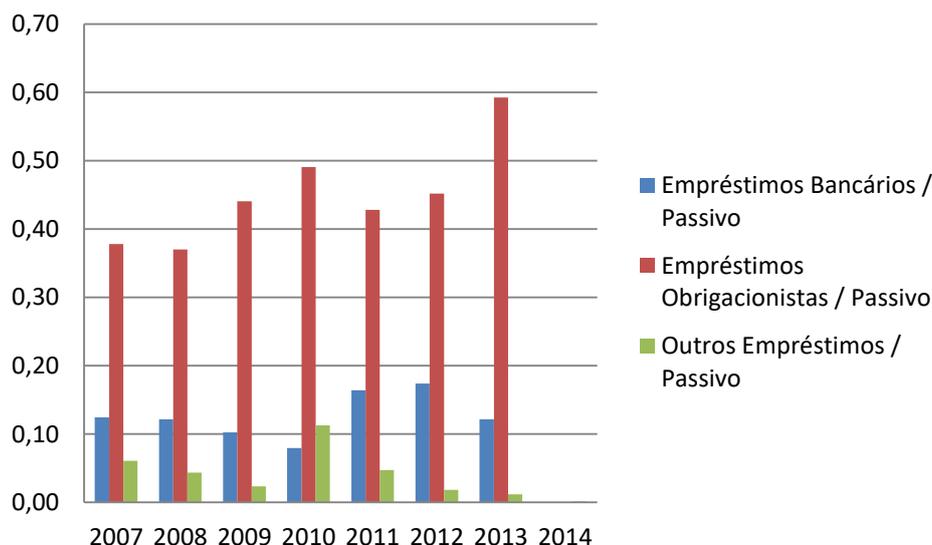


Gráfico 17 - PT - Passivo

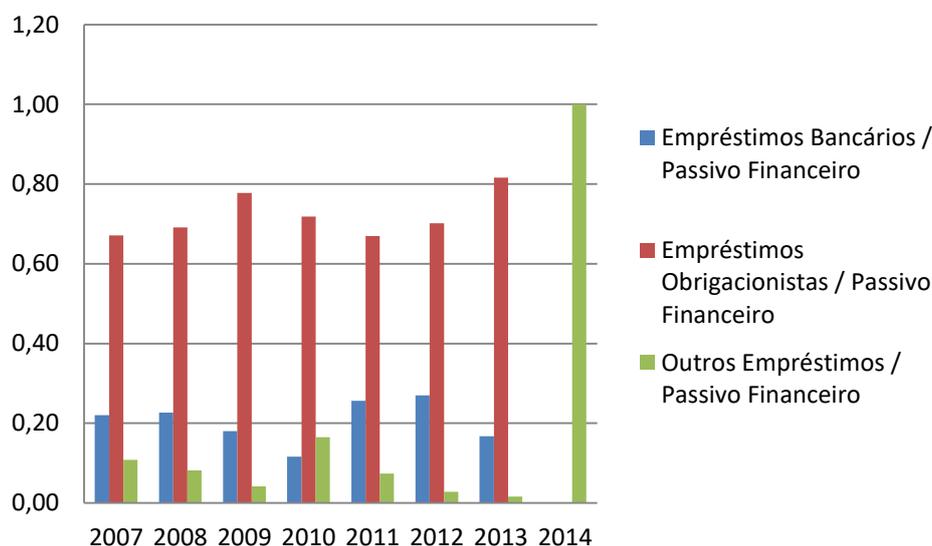


Gráfico 18 - PT - Passivo Financeiro

A PT sempre foi uma empresa aberta a mecanismos financeiros pouco convencionais. Há muito tempo que a empresa emite obrigações, e o seu balanço ainda incorpora, por exemplo, *swaps* e instrumentos financeiros derivados. Dada a notoriedade que a marca PT tinha no mercado, as suas emissões de obrigações eram relativamente bem-sucedidas. Podemos ver que, em todo o período de análise, o financiamento obrigacionista é a principal fonte de capital alheio do grupo. Este financiamento é tão expressivo que representou sempre mais de 35% da totalidade do passivo sendo que, em 2013, esse valor chegou quase a 60% com uns expressivos 6 mil milhões de euros em títulos de dívida obrigacionista. Ao contrário da tendência da generalidade das empresas, o financiamento bancário nunca assumiu um papel de destaque representando sempre uma fatia marginal dos seus encargos financeiros. O ano de 2014 foi um ano particular devido ao processo de fusão com a brasileira Oi. Neste ano o seu

passivo financeiro era unicamente representado por outros empréstimos que perfaziam uns quase inexpressivos 104 mil euros. Note-se que, de 2013 para 2014, o passivo total da PT passou de 10 mil milhões de euros para 66 milhões, o que mostra bem a reestruturação profunda provocada pelo processo de fusão. No entanto podemos concluir que, enquanto Portugal Telecom, esta foi umas das empresas mais relevantes no que toca à emissão de títulos obrigacionistas. Estas emissões ocorreram, maioritariamente, através da sua subsidiária Portugal Telecom International Finance BV. Note-se que falamos de uma empresa que, progressivamente, se tornou cada vez mais endividada. Percebemos isto dado que o rácio Dívida Total / EBITDA representou cerca de 6,79 em 2007; 17,42 em 2010 e 68,64 no ano de 2013 (não aplicável a 2014 dado que registou prejuízo).

## REN

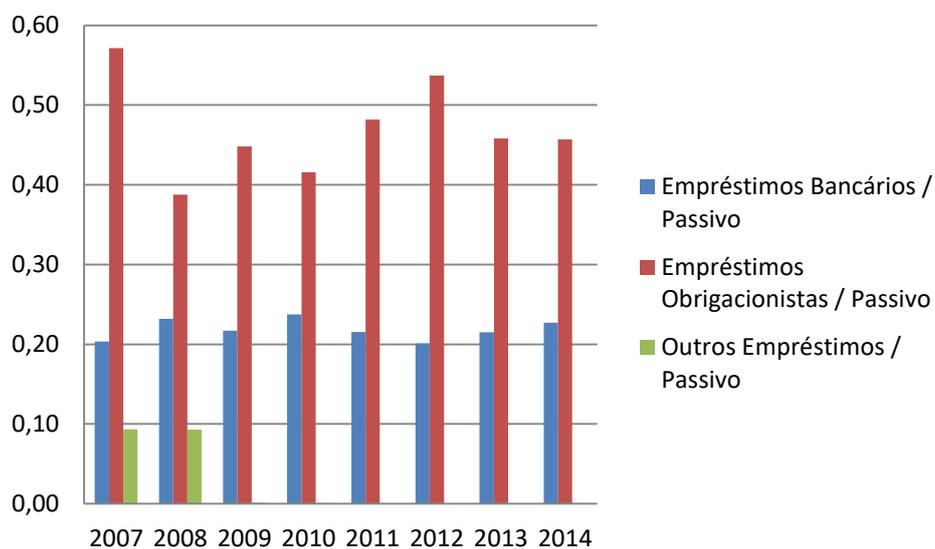
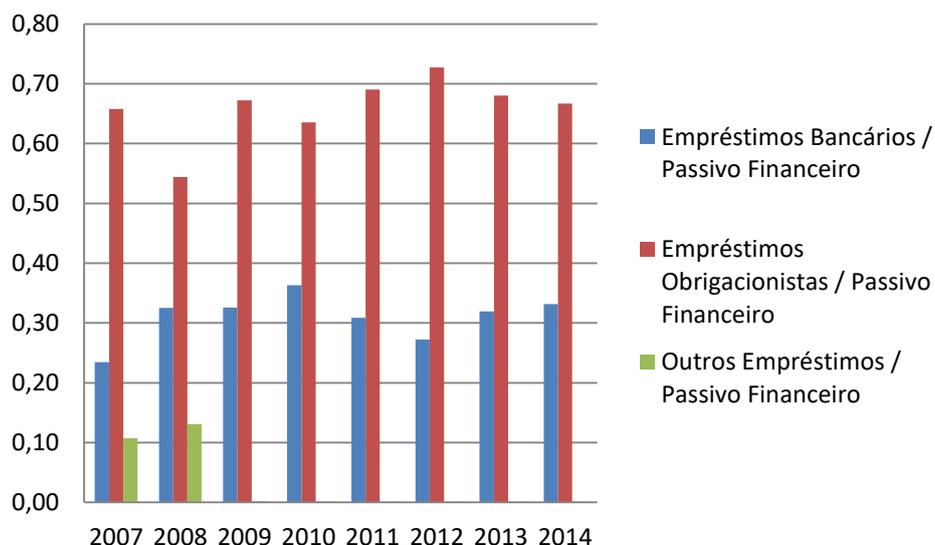


Gráfico 19 - REN - Passivo



**Gráfico 20 - REN - Passivo Financeiro**

Como já falámos na secção onde enumerámos os determinantes da dívida, há empresas, que pelo setor onde estão inseridas, requerem maior necessidade de capital alheio. A natureza da sua atividade assim o obriga, falamos de projetos de elevada dimensão e complexidade que facilmente ascendem a vários milhões de euros. O financiamento obrigacionista é, por natureza, um tipo de financiamento onde se procura angariar elevados montantes de capital. Por outro lado, e à semelhança da EDP, o sector energético é amplamente considerado como tendo receitas estáveis e seguras o que coincide com a rigidez das obrigações (e.g. previsibilidade de *cash-flows* permite estruturação de dívida). Dado isso, acaba por ser quase natural que a REN seja fortemente financiada por este tipo de capital. Vejamos que, em determinados anos, os títulos de dívida representavam cerca de metade da totalidade do passivo do grupo. Para o período em análise, em média, o financiamento obrigacionista representa 66% do passivo financeiro do grupo, obtendo o seu máximo em 2012 onde este tipo de financiamento ascendeu a, aproximadamente, 2 mil milhões de euros (54% do passivo e 73% do passivo financeiro). Note-se que, mesmo que a REN pretendesse aumentar os empréstimos bancários em detrimento do obrigacionista, com um passivo financeiro de 2,6 mil milhões de euros em 2014 pouco provável seria encontrar uma instituição de crédito disponível para, e com capacidade de, financiar o grupo em montantes desta ordem de grandeza. O financiamento obrigacionista mostra-se neste caso a alternativa mais viável.

## Semapa

Relembramos que a Portucel não será objeto de análise uma vez que consolida resultados com a Semapa.

A Semapa é um dos maiores grupos empresariais portugueses, dedicado a um leque bastante diversificado de negócios (exemplo: papel, cimentos, gestão de subprodutos de origem animal, etc.). Este é um dos grupos mais interessantes de analisar uma vez que é transversal a diversos setores da economia portuguesa.

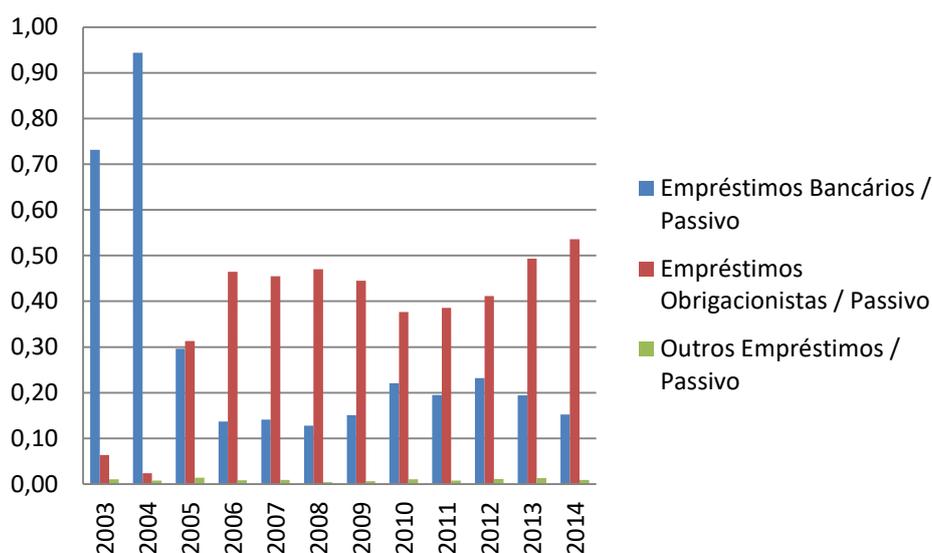


Gráfico 21 - Semapa - Passivo

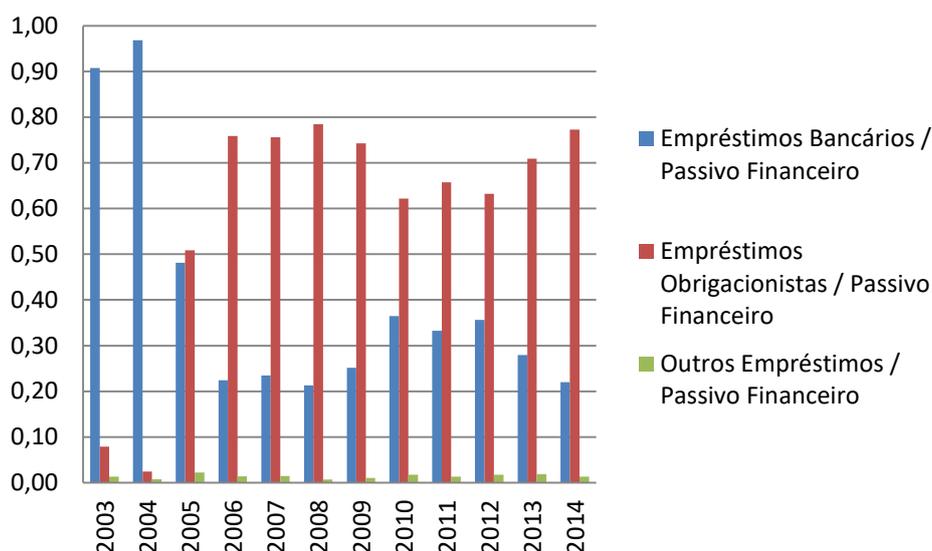


Gráfico 22 - Semapa - Passivo Financeiro

A Semapa mostra um bom exemplo de como tem sido encarado o financiamento obrigacionista na medida em que se trata de um grupo extremamente diversificado, com presença em vários

setores de atividade. Como podemos constatar, para os anos de 2003 e 2004, o capital angariado por meio de obrigações era praticamente inexpressivo. Esta tendência reverteu em 2005 e, de 2006 em diante, as obrigações assumem-se como a principal forma de financiamento do grupo. Note-se que, analisando comparativamente os anos 2004 e 2005, é possível perceber uma diminuição da dívida remunerada. Esta diminuição é justificada com o processo de reestruturação da dívida alocada às *holdings* que vigorou nestes anos e ficou concluído em 2006. Vejamos que em 2014 as obrigações representavam mais de metade da totalidade do passivo do grupo, passivo esse que ascendia a uns surpreendentes 2,9 mil milhões de euros. Está clara a mudança de papel por parte das instituições financeiras que, em vez de disponibilizarem diretamente o capital, prestam serviços para acesso ao capital junto dos investidores. Mais uma vez, estamos perante financiamentos de dimensões elevadíssimas onde a emissão obrigacionista é, quase, a única solução.

Em contato com a própria Semapa, fomos informados que em 2006 iniciou a renegociação da dívida com o intuito de aumentar a sua maturidade. Pela análise de mercado, o grupo considerou que as emissões obrigacionistas e o papel comercial eram a melhor alternativa face a outras formas de financiamento. Salientaram que este tipo de produtos “dotou a Empresa da flexibilidade que lhe permite ajustar o nível de endividamento à evolução dos seus fluxos de tesouraria (e.g. recebimento de dividendos das suas participadas vs. Pagamentos diversos feitos ao longo do ano).” Adicionalmente informaram que “na sequência do processo de desalavancagem a que a Banca foi submetida, a oferta está mais direcionada para produtos com mera intermediação bancária, especialmente se os montantes forem mais elevados.” Em jeito de conclusão, e justificando toda a estrutura do balanço, assumiram que a sua estratégia tem como princípios orientadores “a minimização dos custos financeiros, a garantia da liquidez adequada, a flexibilidade e a maturidade suficiente, optando pelos produtos financeiros que respeitem estes princípios.” - Dr.ª Susana Coutinho – Semapa S.A,

## Sonae

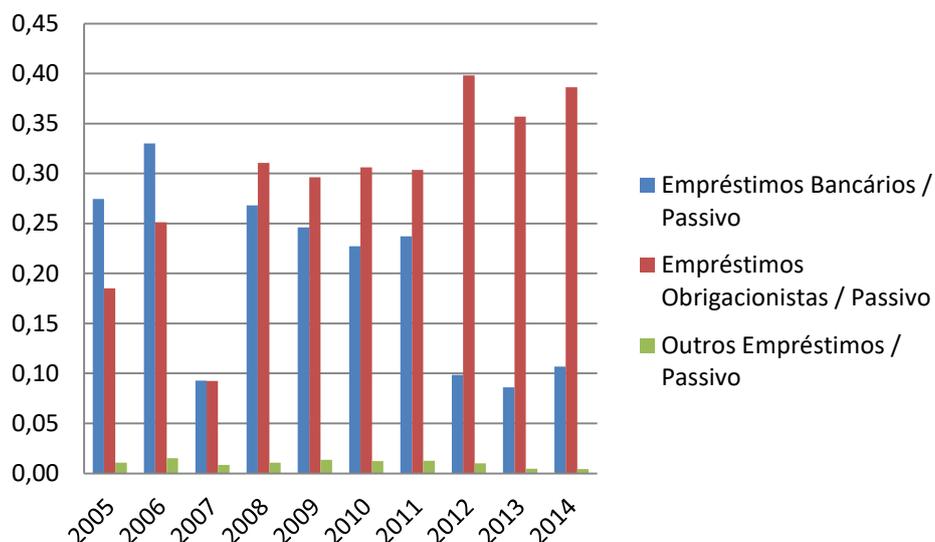


Gráfico 23 - Sonae - Passivo

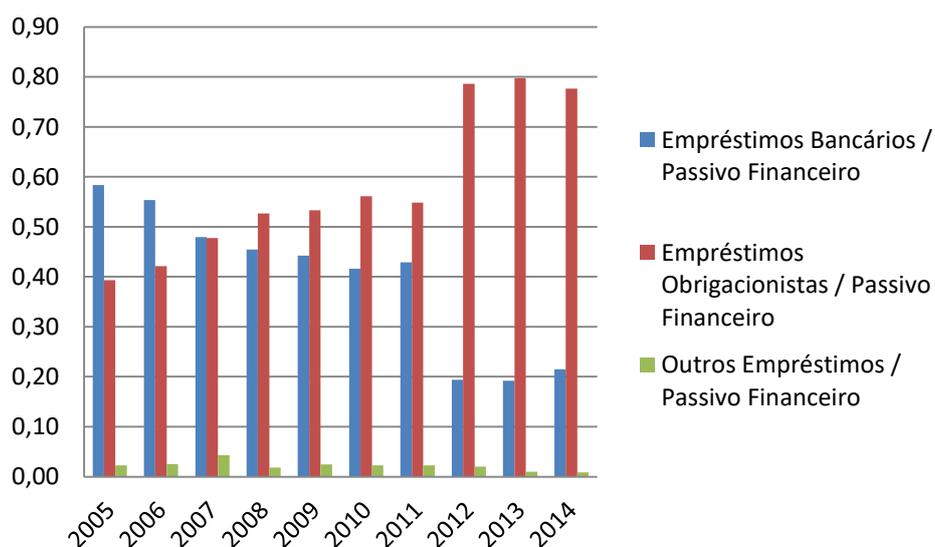


Gráfico 24 - Sonae - Passivo Financeiro

O Grupo Sonae revela conclusões interessantes. Vejamos que, apesar de o grupo já utilizar a emissão de obrigações como fonte de financiamento, esta utilização é consolidada de 2007 em diante, data do início da crise do *subprime*, o que nos leva a concluir que, a partir desta data, provavelmente, encontravam melhores condições no mercado de capitais do que junto da banca. Note-se que, na sequência desta crise, “vários segmentos do MMI pura e simplesmente desapareceram, sobretudo nos prazos mais longos. Neste contexto, os bancos deficitários de reservas que procuravam financiar-se junto de outros bancos deixaram de conseguir fazê-lo e, em consequência, começaram a reduzir o crédito às famílias e empresas.” (Leão, Emanuel (2009), *A actual crise económica e a sua origem na esfera financeira*, *Revista Dirigir*, pp. 3-8).

Vejamos que a fatia obrigacionista em 2014 assumiu uns expressivos 1,44 mil milhões de euros. Em média 58% do passivo financeiro da Sonae correspondia a emissões obrigacionistas. Estando nós a falar de um dos grupos de empresas de referência em Portugal, podemos perceber bem a importância desta fonte de capital alheio na composição do balanço das grandes empresas. Por outro lado, o financiamento bancário perde importância na estrutura de capital e, em 2014, “apenas” representa 21% do passivo financeiro (398 M€). Neste mesmo ano, a rubrica do passivo de maior expressividade é, à semelhança da Jerónimo Martins, a de fornecedores de uma vez que diz respeito à aquisição de produtos para venda no retalho (2014: 1,2 mil milhões €). Não obstante do supra referido, e tendo em conta que não podemos afirmar com certeza que existe uma relação direta entre a crise da dívida soberana, as condições bancárias e o aumento da dívida obrigacionista, entrámos em contacto com o gabinete de relação com o investidor da Sonae não tendo, até ao momento de submissão do presente artigo, obtido qualquer resposta.

## Teixeira Duarte

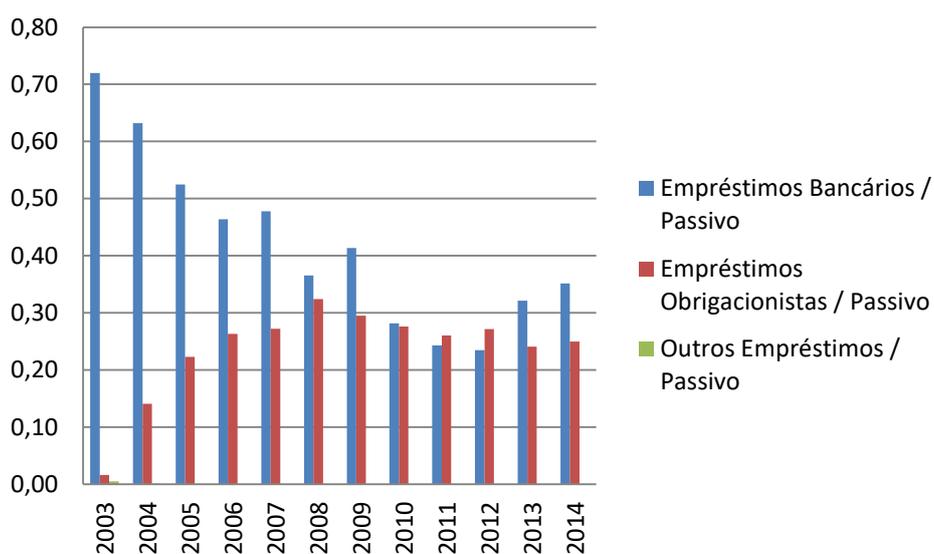


Gráfico 25 - Teixeira Duarte - Passivo

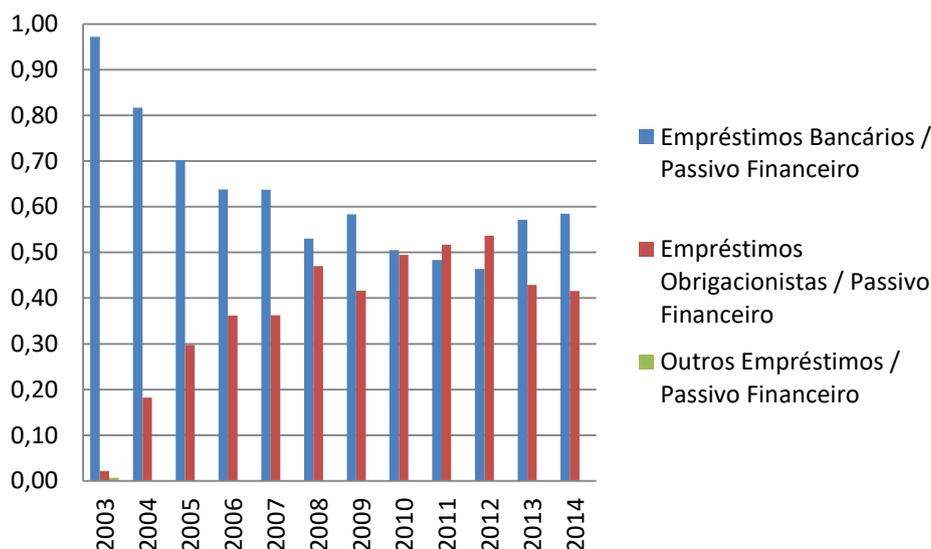


Gráfico 26 - Teixeira Duarte - Passivo Financeiro

À semelhança do que já foi dito para a Mota Engil, e sendo a principal atividade do grupo Teixeira Duarte a construção e engenharia, é natural que as grandes necessidades de capital façam a empresa estar bastante dependente da banca. Isso é bem perceptível no ano de 2003 onde quase a totalidade do passivo financeiro dizia respeito a empréstimos bancários. Contudo, esta rubrica tem apresentado uma tendência decrescente sendo substituída por outros mecanismos de captação de capital. Nos últimos anos o grupo tem diversificado e o peso da dívida bancária é aproximado do peso da dívida obrigacionista que, em 2003, ascendia a 25 M€ face aos 617 M€ em 2014. Note-se que a empresa aposta bastante na emissão de papel comercial que por ser, por traços gerais, dívida obrigacionista de curto prazo, foi incluída na mesma classe. De 2009 em diante, toda a dívida obrigacionista diz respeito a papel comercial, ou seja, na sua estratégia a empresa pretende ter responsabilidades a curto prazo, o que contrasta com as conclusões até aqui obtidas para as demais empresas. Por outro lado podemos referir também o abrandamento do setor da construção que fez com que não sejam iniciados projetos novos e, conseqüentemente, diminuem as necessidades de financiamento.

## Banco BPI

Dado que a contabilidade bancária é distinta, e que os rácios calculados para a banca serão igualmente diferentes, por uma questão de coerência, decidimos deixar o setor bancário para último.

O BPI é, sem dúvida, o maior emitente de obrigações do mercado português. Note-se que as obrigações aqui analisadas são emissões de financiamento à própria instituição e não prestações de serviços a clientes (o mesmo se aplica a Banif e BCP). Sendo um banco que já foi uma sociedade de investimento, dando lugar a um banco de investimento e, posteriormente, um banco comercial como hoje é vulgarmente conhecido, é natural que este tipo de produtos

financeiros esteja patente na génese do grupo. Estes fatores combinados mostram-nos o maior emitente português, datando a primeira emissão em 1987 ainda enquanto Sociedade Portuguesa de Investimento (sociedade que deu origem ao BPI). Hoje o grupo conta com umas expressivas 853 emissões.

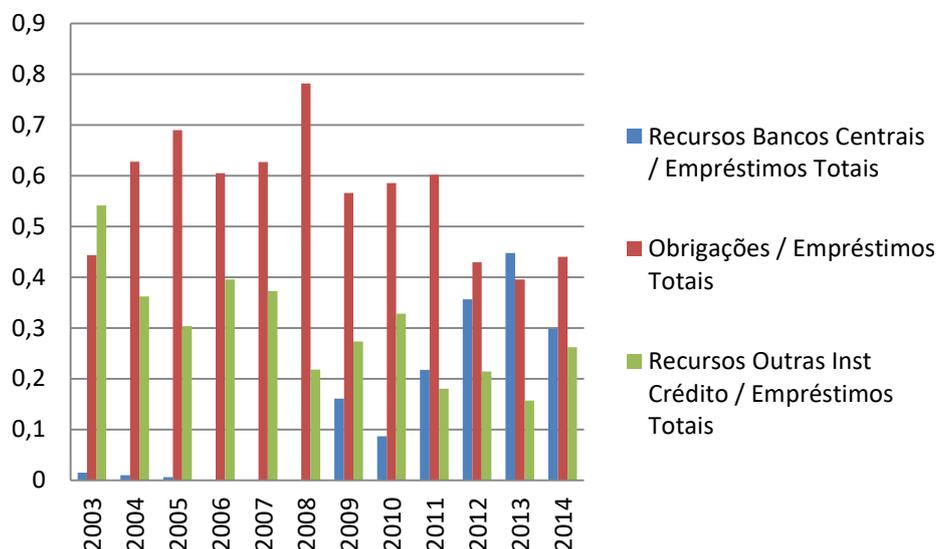


Gráfico 27 - BPI - Empréstimos Totais

Sendo o principal emitente de obrigações português, não é surpresa a importância que este tipo de financiamento tem na estrutura de capitais do banco. Curiosamente, no auge da crise do *subprime*, momento em que os bancos aumentaram as restrições na circulação de capitais entre si, houve uma diminuição do peso relativo dos recursos de outras instituições de crédito. Em contraponto, o capital angariado por meio de obrigações era cada vez mais expressivo. Se tomarmos como exemplo o ano de 2008 vemos que os empréstimos obrigacionistas atingem o máximo, com uns expressivos 7 mil milhões de euros (78% dos empréstimos totais), este máximo contrasta com o decréscimo nos recursos de outras instituições de crédito que, no mesmo ano, representou apenas 2 mil milhões de euros. Podemos concluir que, o financiamento por meio de obrigações, pode ser uma excelente forma de financiamento de refúgio quando as condições do mercado monetário interbancário se degradam. Tenhamos em conta que, aquando da crise do *subprime*, “gerou-se no interior do sistema financeiro um elevado nível de desconfiança. Cada instituição financeira começou a recear fazer empréstimos a outras instituições financeiras”, por outras palavras, havia falta de liquidez no MMI. “Em consequência, começaram (os bancos) a reduzir o crédito às famílias e empresas” (Leão, Emanuel (2009), A actual crise económica e a sua origem na esfera financeira, *Revista Dirigir*, pp. 3-8). Independentemente de períodos conturbados, ou intervalos de tempo específicos, é inegável que os títulos representativos de dívida são a principal forma de financiamento do grupo BPI.

## Banif

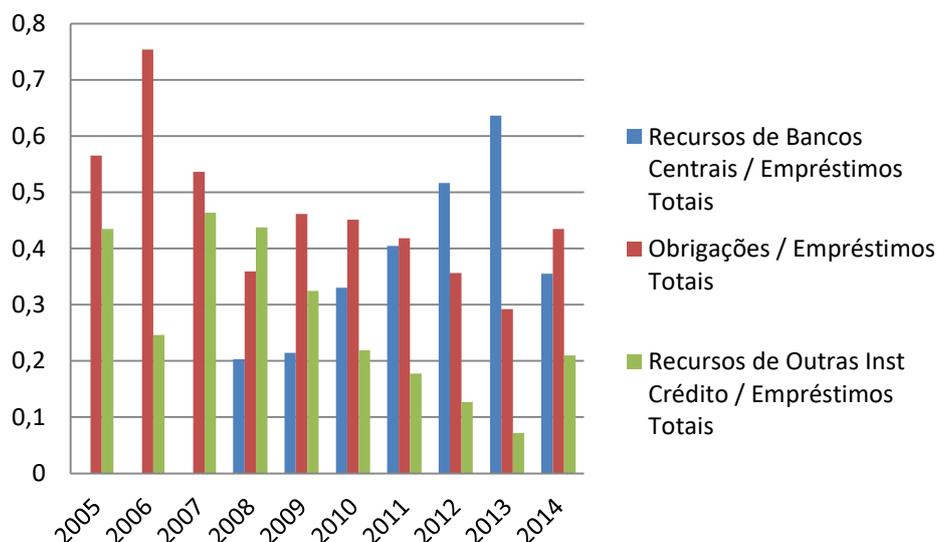


Gráfico 28 - Banif - Empréstimos Totais

O Banif, é um *case study* curioso na medida em que contraria as conclusões apreendidas até aqui. O peso relativo do financiamento obrigacionistas, apesar de nos últimos anos ter estabilizado, em comparação com o início do período em análise tem vindo a diminuir. Em contraponto os recursos de bancos centrais têm vindo a aumentar. É público, e foi fortemente noticiado pelos meios de comunicação social, que o Banif recentemente enfrentou sérias necessidades de capitalização. Para poder tirar conclusões inequívocas e mais expressivas era necessário analisar mais do que os dados contabilísticos do grupo. O que é facto é que as outras instituições de crédito têm vindo a diminuir o peso relativo do montante de capitais confiado ao Banif, atingindo um mínimo em 2013 (349 M€ - 7% dos empréstimos) face ao máximo verificado em 2007 (1,8 mil milhões de euros - 46% dos empréstimos). Note-se que, 2011 em diante, os empréstimos totais têm vindo a diminuir em valores absolutos (2011: 6,1 mil milhões de euros; 2014: 4,2 mil milhões de euros). Na presente análise não é possível concluir que a diminuição desta rubrica seja fruto da estratégia do grupo ou resultado de necessidades de financiamento não satisfeitas. Podemos no entanto, à semelhança do referido para o BPI, realçar a dificuldade em obtenção de crédito no MMI. Note-se que, fruto do receio e desconfiança presente no MMI, “vários segmentos do mercado de crédito interbancário desapareceram” (Leão, Emanuel (2009), A atual crise económica e a sua origem na esfera financeira, *Revista Dirigir*, pp. 3-8). De notar que, no momento da submissão da presente dissertação, esta instituição de crédito já tinha sido liquidada. Neste âmbito, a dificuldade de acesso a financiamento foi apontada como um dos fatores que conduziram a esta situação.

## BCP

A análise do presente grupo é uma das mais relevantes. Estamos perante uma instituição bancária, fonte de financiamento por excelência para a generalidade das empresas no mercado. Para além disso, trata-se do maior banco privado português sendo indispensável analisar a composição de capitais deste, avaliando o seu desempenho ao longo dos anos e a sua reação ao mercado.

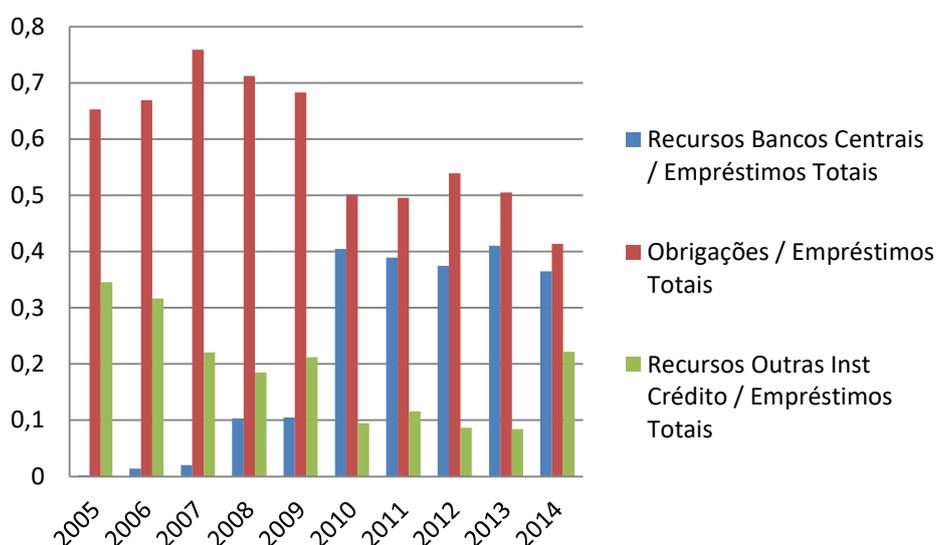


Gráfico 29 - BCP - Empréstimos Totais

À semelhança do que foi concluído para o BPI, o BCP mostra também uma forte apetência para o financiamento por meio de títulos representativos de dívida. O financiamento obrigacionista é a principal forma de financiamento do grupo sendo que, em 2007, representava 76% da totalidade dos empréstimos. Note-se que, independentemente de em 2014 o financiamento obrigacionista ter atingido um mínimo, ainda assim, representava 41% da totalidade dos empréstimos o que evidência bem a importância desta fonte de capital alheio.

Os recursos de bancos centrais têm, desde 2010, sido relativamente estáveis representando, em média, 39% dos empréstimos. Relativamente aos recursos de outras instituições de crédito, independentemente de 2014 contrariar a tendência, estamos em condições para afirmar que nos últimos anos a confiança entre os bancos tem sido abalada, na medida em que os empréstimos entre instituições de crédito tem vindo a ser cada vez mais restrito. Note-se que o clima de desconfiança no MMI, que teve como consequência a redução do crédito às empresas, aplica-se às três instituições bancárias em análise.

## Sub-Secção II – Análise – Setorial

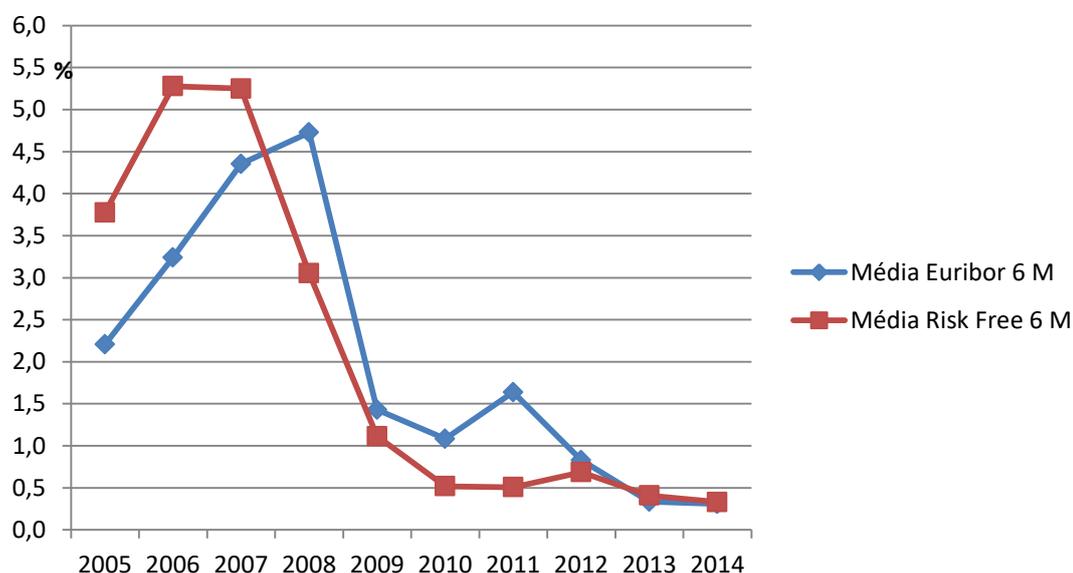
Analisaremos o passivo financeiro da amostra por setores de atividade. Consideraremos a segmentação utilizada pela plataforma financeira Bloomberg, a qual assume a seguinte composição:

Banca	Floresta & Fabrico de Produtos de Papel	Eletricidade
Banco BPI	Altri	EDP
Banif	Portucel	EDP Renováveis
BCP	Semapa	REN

Retalho Alimentar & Medicamentos	Industrial – Construção e Materiais	Satélite, Cabo & Telecomunicações
Jerónimo Martins	Mota Engil	NOS
Sonae	Teixeira Duarte	PT

Transportes	Óleo, gás e petróleo	Difusão & Publicidade
CTT	Galp	Impresa

### Pricing enquanto fator decisivo no financiamento à economia



Para entendermos como reagem os setores económicos ao mercado de crédito, vamos agora analisar a Euribor (taxa de juro de referência no financiamento bancário) Média a 6 meses comparativamente à Risk Free (taxa juro referência na emissão obrigacionista) Média a 6 meses. Consideramos como taxa de juro sem risco (risk free) as taxas O.T's da US Treasury. Note-se que nenhum ativo é efetivamente livre de risco, contudo o nível de risco é tão baixo que o investidor considera como "risk free". Sabendo nós que a taxa de juro paga pelas

empresas é dada pela taxa das O.T.'s/B.T.'s “sem risco” adicionada a um prémio de risco, analisaremos a variação desta taxa de juro “sem risco”.

Concluimos que tanto no mercado obrigacionista como no mercado bancário as taxas diretoras tendem a caminhar na mesma direção. Apesar de não o podermos afirmar com certeza, podemos considerar que a taxa de juro não será um fator decisivo na escolha de uma forma de financiamento uma vez que os comportamentos são idênticos. Destacamos ainda os depoimentos da Galp, Jerónimo Martins e Semapa que nunca fizeram referência à variável “taxa” como fator decisivo.

## Banca

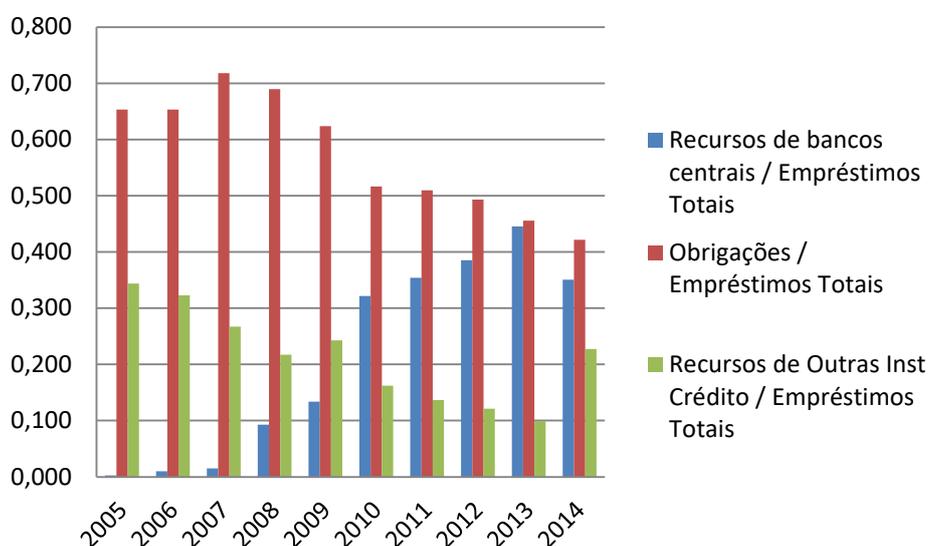


Gráfico 30 - Banca - Empréstimos Totais

Ao analisarmos o setor bancário, facilmente percebemos que o financiamento por meio de títulos obrigacionistas é a principal fonte de capital alheio do setor. Note-se que, apesar do forte destaque do financiamento obrigacionista, o peso relativo deste tem vindo a diminuir em detrimento dos recursos dos bancos centrais. Quer isto dizer que, em proporção ao balanço dos bancos, os bancos centrais têm aumentado a sua importância como fonte de financiamento. Note-se que os três bancos em análise dispunham, em 2005, de 113 M€ provenientes de bancos centrais contrastando com os 9,9 mil milhões em 2014, prova evidente do aumento do financiamento à economia por parte dos bancos centrais. Relativamente ao financiamento obrigacionista, em média (2005 a 2014), 57,3% dos empréstimos obtidos pelo setor eram provenientes desta forma de financiamento. Indicador claro de que, apesar de uma diminuição no seu peso relativo, esta forma de financiamento ainda é a mais expressiva. Para podermos tirar conclusões mais fidedignas consideramos pertinente complementar esta nossa análise com a média da Euribor a 6 meses para cada ano.

## Floresta & Fabrico de Produtos de Papel

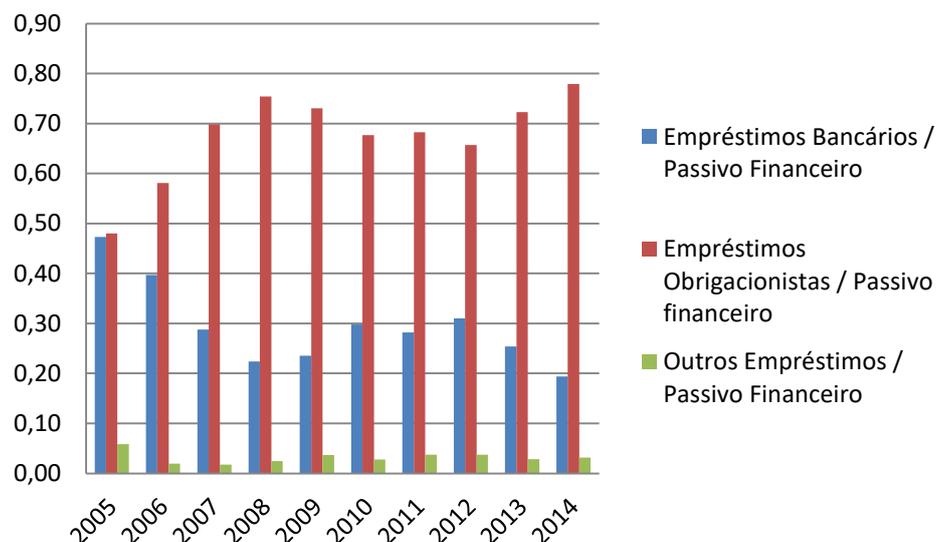


Gráfico 31 - Floresta & Fabrico de Produtos de Papel - Passivo Financeiro

Ao analisarmos o passivo financeiro das empresas do setor floresta e fabrico de produtos de papel, podemos tirar conclusões semelhantes àquelas a que chegamos na análise individual das empresas. Era claro que o financiamento obrigacionista é bastante importante e que tem vindo cada vez mais a ganhar expressão da estrutura de capitais. Porém o setor é fortemente impulsionado pela composição do balanço da Semapa. Em 2014, este setor, tinha responsabilidades relacionadas com obrigações na ordem dos 2,2 mil milhões de euros, o que representou cerca de 78% de todo o passivo financeiro. É evidente a redução de dependência à banca e, no mesmo ano de 2014, o setor era devedor em apenas 543 M€ às instituições de crédito (cerca de 19% da totalidade da dívida remunerada). Os outros empréstimos dizem respeito, essencialmente, a empréstimos QREN, POE's e IAPMEI que, dada a composição de capitais da indústria são praticamente inexpressivos. A relevância das obrigações manteve-se e, mesmo quando as condições no mercado bancário ficam mais favoráveis, a indústria consolida/aumenta os capitais alheios obtidos com emissões obrigacionistas, prova da relevância deste tipo de financiamento.

## Eletricidade

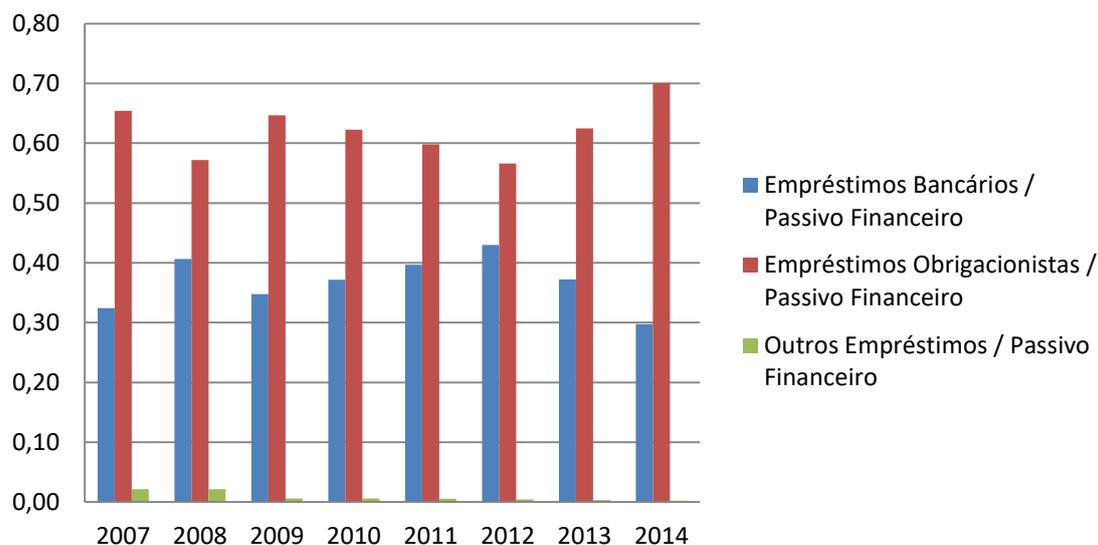


Gráfico 32 - Eletricidade - Passivo Financeiro

Em média, 62% das necessidades de capital do setor elétrico eram satisfeitas por meio de emissões obrigacionistas. Como foi justificado na análise individual às empresas que compõe o setor, o tipo de atividade e os projetos em que estas empresas estão envolvidas requerem, por norma, montantes bastantes avultados de capital. Considerando isto, as emissões obrigacionistas são ideais na medida em que permitem angariar uma quantidade bastante elevada de capital num espaço de tempo relativamente curto. Isto permitirá às empresas economias de escala na obtenção de capital. Adicionalmente, e como já referido anteriormente, a estabilidade e solidez deste setor coincide com a rigidez das obrigações. A banca, mesmo que em segundo plano, tem um papel não menos importante pois, em valores absolutos, o financiamento ao setor é bastante elevado. Vejamos, por exemplo, 2014 onde a banca financiou o setor da eletricidade em 6,6 mil milhões de euros, independentemente de representar apenas 30% do passivo financeiro. Vejamos que, no ano de 2014, os 70% do passivo financeiro do setor, respeitantes a empréstimos obrigacionistas, correspondiam a 15,7 mil milhões de euros.

Como já referimos, este tipo de empresas, que pela natureza das suas necessidades de capital, são forçadas a financiarem-se por meio de obrigações pelo que, relativamente ao setor elétrico, não nos é possível determinar uma relação entre o financiamento obrigacionista e as taxas de juro praticadas no mercado.

## Retalho Alimentar & Medicamentos

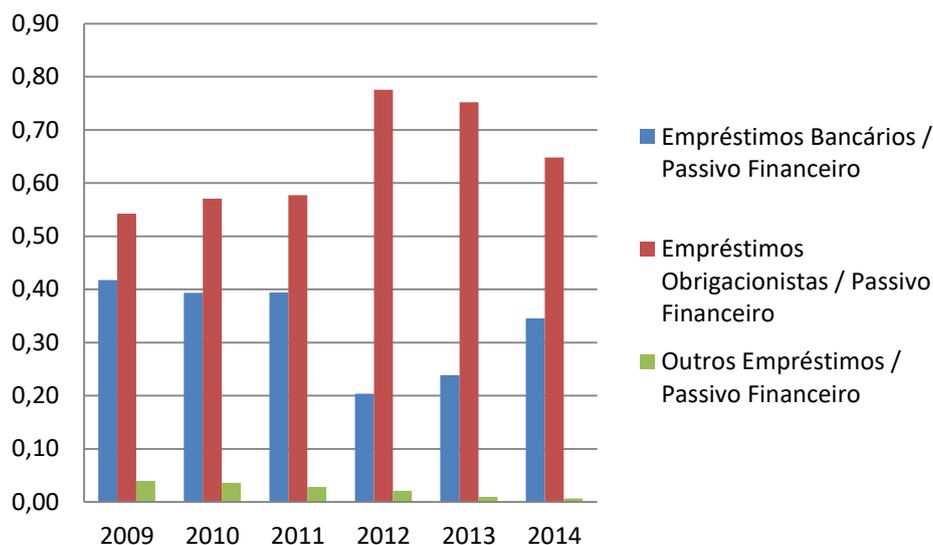


Gráfico 33 - Retalho Alimentar & Medicamentos - Passivo Financeiro

O setor de retalho alimentar e medicamentos, no PSI-20, é representado apenas pelos dois grupos de empresas já mencionados. Este será o setor com uma amplitude temporal de análise menor na medida em que, relativamente ao grupo Jerónimo Martins, apenas nos é possível trabalhar com os dados financeiros de 2009 em diante. Apesar de, como já vimos na análise individual do grupo Jerónimo Martins, a dívida contraída pelo grupo sob a forma de obrigações ou equiparável (papel comercial) estar a diminuir, globalmente, essa tendência é suavizada pelo impacto do grupo Sonae no setor. Apesar de, em 2014, o setor ter reduzido o peso relativo da dívida obrigacionista, estamos a falar de um decréscimo de apenas 10% o que não é suficiente, nem para contrariar a tendência registada no setor, nem para destronar esta forma e financiamento como a mais importante para o setor. Em 2014, 1,7 mil milhões de euros que financiavam o setor eram provenientes de dívida obrigacionista. Em média, 64% do passivo financeiro do setor, correspondia a este tipo de financiamento, longe dos 33% correspondentes ao financiamento bancário (médias de 2009 a 2014).

Percebemos uma tendência para a emissão de obrigações, tendência essa fortemente justificada pelas estratégias de financiamento das empresas (exemplo: ver análise Jerónimo Martins).

## Industrial – Construção e Materiais

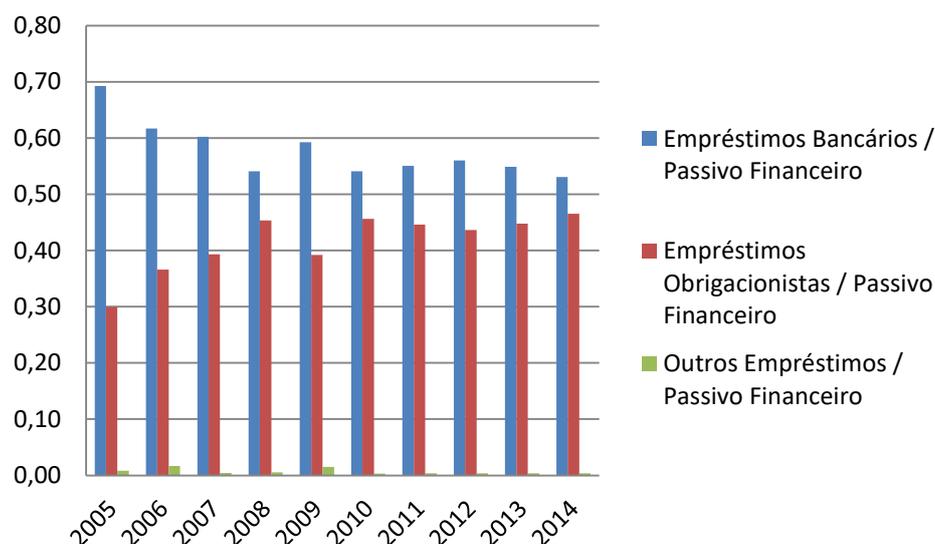


Gráfico 34 - Industrial - Construção e Materiais - Passivo Financeiro

Como já foi referido na secção I, historicamente, as empresas ligadas ao setor da construção e materiais estão fortemente ligadas e dependentes do setor bancário. As enormes necessidades de capital obrigam a que diversas formas de financiamento sejam adotadas em simultâneo. Como podemos comprovar, o financiamento bancário é a principal fonte de financiamento do setor representando, em média, 58% dos empréstimos obtidos. Vejamos que, ainda que representado apenas por duas empresas, o setor bancário financiou, em 2014, as empresas deste setor nuns expressivos 1,6 mil milhões de euros (53% do passivo financeiro). Apesar de, em 2014, o financiamento obrigacionista fazer face a cerca de 47% das necessidades de financiamento, representou, em média, 42% destas para o período da amostra. Podemos concluir que, independentemente de o financiamento obrigacionista estar a ser cada vez mais relevante e registar uma ligeira tendência crescente, este setor contraria os demais uma vez que o financiamento obrigacionista é ultrapassado pelo financiamento bancário em todo o período da amostra. De destacar ainda que, apesar de não ser a principal forma de financiamento, em valores absolutos, esta rúbrica tem valores extremamente avultados (ex: 2014 – €1,4bi). Considerando os balanços de elevado montante, os outros financiamentos são praticamente inexpressivos e não merecerão qualquer consideração.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Os sectores: Satélite, Cabo & Telecomunicações, Transportes, Óleo, gás e petróleo e Difusão & Publicidade por serem representados apenas por uma empresa, e tendo em conta que as conclusões seriam as já evidenciadas na Secção I - Análise – Empresa a empresa, não serão objeto de análise na secção II – Análise – Sector a sector. Relembramos que relativamente à NOS, empresa que integra o sector Satélite, Cabo & Telecomunicações, foi excluída da amostra pelos motivos já mencionados anteriormente.

## Sub-Secção III – Análise total da amostra

Nesta secção iremos analisar a composição do passivo financeiro da totalidade da amostra. Tendo em conta que contabilisticamente o setor bancário é distinto e, como já foi explicado, os rácios calculados para este setor foram igualmente diferenciados, esta análise total não conta com o setor bancário. Sugerimos que a leitura desta secção seja complementada com a Secção II – Análise Setorial – Banca. O horizonte temporal será apenas de 2009 a 2014 uma vez, relativamente aos CTT e à Jerónimo Martins, os dados financeiros não nos permitem uma amplitude maior.

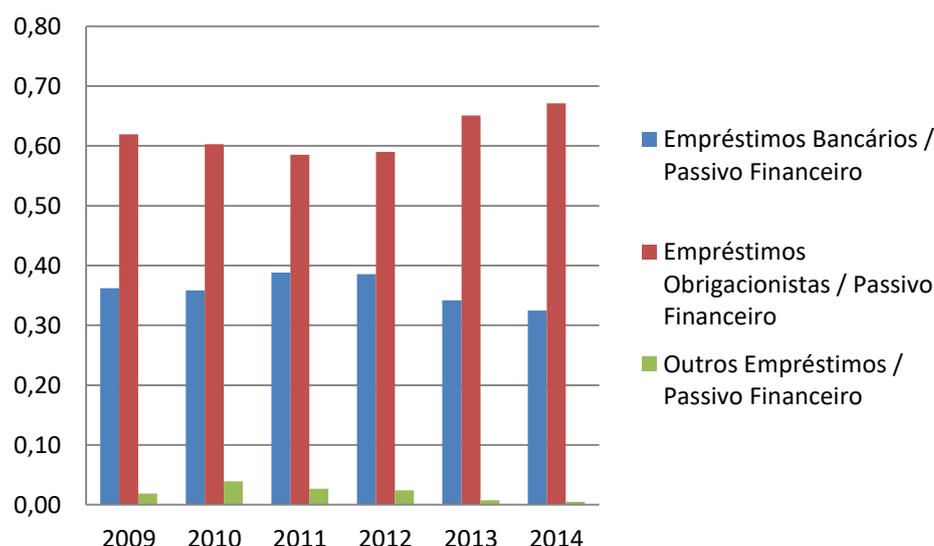


Gráfico 35 - PSI - 20 Passivo Financeiro

Como nos foi possível perceber ao longo do presente capítulo, os empréstimos obrigacionistas assumem o lugar de destaque enquanto forma de financiamento das grandes empresas. Apenas o setor Industrial – Construção e Materiais suaviza esta tendência o que, ainda assim, não é suficiente para colocar em causa as conclusões da generalidade da amostra.

O PSI-20, enquanto amostra da realidade das grandes empresas, mostra que as conclusões do Inquérito à Conjuntura do Investimento (INE) não se aplicam à realidade vivida por estas empresas. O financiamento bancário está longe de ser o mais relevante para as grandes empresas representando, em média, 36% do seu passivo financeiro face a uns expressivos 62% do financiamento obrigacionista. Vejamos que mesmo considerando os anos de 2011 e 2012, anos que representaram mínimos para os empréstimos obrigacionistas, estes assumiram valores de 58% e 59% do passivo financeiro, respetivamente. Em 2014 atingimos um novo máximo histórico, tendo as empresas da amostra registado nos seus balanços cerca de 23,2 mil milhões de euros em obrigações (e papel comercial), o que equivale a 67% da totalidade do passivo financeiro destas empresas. A rubrica outros empréstimos, tal como temos vindo a verificar até aqui, é praticamente inexpressiva.

Concluimos assim que o financiamento obrigacionista é a fonte de capital alheio mais importante para as grandes empresas em Portugal. Os bancos deixam de disponibilizar capital, diretamente, e passam a prestar serviços no acesso a este.

## **Conclusão**

Como sabemos, a questão de investigação desta dissertação é “qual o papel da dívida obrigacionista das grandes empresas em Portugal?”

Esta questão foi colocada em contraponto com o financiamento bancário uma vez que, através da nossa experiência profissional, foi-nos possível observar que os bancos cada vez mais adotam uma postura de prestação de serviços e não de agente disponibilizador de fundos. Concluimos assim que, relativamente às grandes empresas portuguesas, o financiamento obrigacionista é a principal forma de financiamento. Estas conclusões contrariam o evidenciado pelo inquérito de conjuntura ao investimento do INE que, anualmente, procura analisar as fontes de capital para o investimento. Este estudo afirma que a principal forma de financiamento do investimento é o auto financiamento, seguido pelo crédito bancário. O financiamento por meio de obrigações/ações (que neste estudo assumem uma única rúbrica) é praticamente inexpressivo. Apesar destas conclusões díspares, não estamos a afirmar que as observações registadas pelo INE estão erradas, apenas a realidade do tecido empresarial português (maioritariamente composto por PME's) é substancialmente distinta da realidade da amostra utilizada.

Com exceção do setor Industrial – Materiais e Construção, todos os setores representados no PSI-20 têm, na sua dívida remunerada, o maior peso correspondente ao financiamento obrigacionista. A possibilidade de personalização do contrato de acordo com as necessidades específicas de tesouraria é, sem dúvida, um fator determinante. O peso da dívida bancária, globalmente, tem diminuído e estamos perante um novo ciclo no mercado dos serviços bancários onde inovar será cada vez mais importante. Enfrentamos um novo paradoxo onde, ao falarmos de “empréstimos obtidos”, deixaremos de relacionar os mesmos à banca e passaremos a relacioná-los a múltiplos investidores.

Tendo em conta que cada emissão obrigacionista carece de um conjunto de serviços associados, a banca muda a sua postura na disponibilização de capital aos seus clientes. Apesar de isso já se sentir na prática diária do mercado bancário, corroboramos essa teoria com a crescente importância e peso do financiamento obrigacionista e, conseqüentemente, os serviços financeiros que advêm de uma colocação obrigacionista no mercado.

Historicamente observamos que há empresas que continuam a não recorrer à emissão de obrigações como forma de financiamento (ex: CTT). Outras, pelo contrário, dadas as suas

elevadas necessidades de capitais, previsibilidade e rigidez de fluxos de caixa utilizam as obrigações como principal alternativa ao financiamento bancários (ex: EDP e REN).

Por outro lado podemos apontar a variável “estratégia da empresa” como fator determinante na escolha do tipo de financiamento (ex: Semapa, Galp e Jerónimo Martins). Estas apontaram, genericamente, como fatores preponderantes na escolha do financiamento obrigacionista: o aumento da maturidade da dívida, flexibilidade de ajuste aos fluxos de tesouraria, dificuldades de acesso ao setor bancário, acesso a um leque mais vasto de investidores, redução de custos financeiros e poupanças fiscais (isenção imposto selo).

Como salientamos na secção II – contextualização, o investidor particular português tem pouca abertura a este tipo de investimento. Por exclusão de partes, podemos afirmar que a crescente procura de crédito obrigacionista tem sido suportada por investidores institucionais.

Salientamos que, como já referimos, estas conclusões apenas são verdade se estivermos a falar de grandes empresas. Seria interessante que, para trabalhos futuros, esta mesma análise fosse aplicada às médias empresas. Deste modo seria possível medir se as conclusões se aproximam mais das obtidas nesta dissertação ou ao inquérito de conjuntura ao investimento do INE. Tendo sempre em mente que a grande maioria do tecido empresarial português são pequenas e micro empresas.

É prática relativamente comum, por parte das grandes empresas, subscrever produtos financeiros nos últimos dias do ano. Esta prática visa adequar o balanço à forma que a empresa tem como mais conveniente para apresentação de contas. Esta prática é conhecida na gíria bancária como: “operações de maquiagem de balanço”. Por forma a ter uma noção mais aproximada da realidade, e tentando evitar estas operações de maquiagem de balanço, seria interessante fazer esta mesma análise, porém, tendo em conta os resultados trimestrais/semestrais. Relembramos que a presente dissertação, e especificamente a secção V, teve por base relatórios e contas anuais.

## Bibliografia

Beber, Alessandro et al – Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market, Oxford University Press (2008).

Couto, Gualter e Ferreira, Sofia – Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão (2010).

Ferri, Michael e Jones, Wesley – Determinants of financial structure: a new methodological approach. The Journal of Finance (1979).

Frank, Murray e Goyal, Vidhan – Capital structure decisions: wich factors are realibly importante? Financial Management (2009).

Galariotis, Emiliós C. et al – Bond market investor herding: evidence from the European financial crisis, Elsevier (2015).

Hill, Andy – The current state and future evolution of the European investment grade corporate bond secondary market: perspectives from the market, International Capital Market Association (November 2014).

Hoshi, Takeo; Kashyap, Anil K.; and Scharfstein, David. “The Choice between Public and Private Debt: An Analysis of Post-deregulation Corporate Financing in Japan.” Manuscript. Cambridge: Massachusetts Inst. Tech., 1993.

Instituto Nacional de Estatística – INE, Inquéritos de Conjuntura ao Investimentos de 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014.

Jorge, Susana e Armada, Manuel – Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. Revista de Administração Contemporânea (2001).

Júnior, Gilberto e Ernani Filho (2008), “Analisando a Crise do Subprime”, *Revista do BNDES*, V.15, N.30, P. 129-159.

Kashyap, Anil K.; Stein, Jeremy C.; and Wilcox, David W. “Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance.” *American Economic Review*, Volume 83, (Mar 1993): 78–98.

Lagoa, Sérgio e Leão, Emanuel – Política Monetária e Mercados Financeiros, Edições Sílabo (2011) .

Lagoa, Sérgio et al – Sistema Bancário: evolução recente e o seu papel no ajustamento da economia portuguesa (2004).

Mogliani, Franco e Miller Merton – Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. American Economic Review (1963).

Mogliani, Franco e Miller Merton – The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review (1958).

Myers, Stewart et Al – “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.” Journal of Financial and Economics 13 (June 1984): 187–221.

Natário, Thiago (2009) – Uma análise sobre as origens e impactos da crise do sistema imobiliário norte-americano e as hipotecas supprime, Florianópolis, UFSC.

Norton, Edgar – «Similarities and differences in small and large corporation beliefs about capital structure policy». Small Business Economics, vol. 2 (1990).

Rajan, Raghuram e Zingales, Luigi – What do we know about optimal capital structure? Some evidence from international data. The Journal of Finance (1995).

Rogão, Márcia – Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: Evidência empírica usando modelos de dados em painel. Universidade da Beira Interior, Faculdade Ciências Sociais e Humanas, 2006. Dissertação de Mestrado.

Soros, George - The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means, Publicaffairs (2009).

Taggart, Robert – Secular patterns in the financing of United States corporations, National Bureau of Economic Research (1985).

Titman, Sheridan e Wessels, Roberto - The determinantes of capital structure choice. The Journal of Finance (1988).

Vesala, Jukka e Vulpes Giuseppe – Equity and bond market signals as lending indicators of bank fragility, European Central Bank – Working Paper Series (2002).

Yu, Hain-Chin et All – How does public debt compliment the interrelationships between banking relationships and firm profitability?. Journal of Financial and Economics. (2007).

Yu, Hain-Chin et All- Public debt, bank debt, and non-bank private debt in emerging and developed financial markets. Banks and Systms, Volume 3. (2008).

## **Web-grafia:**

<http://www.aip.pt/?lang=pt&page=homepage/homepage.jsp>

[http://www.apfipp.pt/index.aspx?MenuCode=bottomHomepage&ItemCode=GN\\_HP&public=1](http://www.apfipp.pt/index.aspx?MenuCode=bottomHomepage&ItemCode=GN_HP&public=1)

<http://www.bolsadelisboa.com.pt/publicacoes/indice-psi20-com-novas-regras-a-partir-de-2014>

[http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/Metadatalens/Metainf\\_Dimensao\\_Empresas\\_PT.htm](http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/Metadatalens/Metainf_Dimensao_Empresas_PT.htm)

<http://www.cvm.pt/Pages/PageNotFoundError.aspx?requestUrl=http://www.cvm.pt/cvm/Pages/default.aspx>

<http://www.cvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/Pages/O%20Perfil%20do%20Investidor%20Particular%20Portugu%C3%AAs.aspx#6>

[http://www.emitentes.pt/uploadedfiles/130830\\_DE\\_Novas\\_regras\\_PSI20\\_AEM.pdf](http://www.emitentes.pt/uploadedfiles/130830_DE_Novas_regras_PSI20_AEM.pdf)

<https://www.apseguradores.pt/site/APS.aspx>

<https://www.bportugal.pt/pt->

<PT/PoliticaMonetaria/TaxasdeJuro/Paginas/TaxasdejuroEURIBOR.aspx>

Outros:

Altri SGPS

- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

Banco BPI;

- Relatório & Contas 2003
- Relatório & Contas 2004
- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

BANIF;

- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

BCP;

- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

CTT;

- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

EDP S.A.;

- Relatório & Contas 2003
- Relatório & Contas 2004
- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

Galp Energia SGPS SA;

- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

Impresa SGPS SA;

- Relatório & Contas 2003
- Relatório & Contas 2004
- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010

- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

Jerónimo Martins

- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

Mota Engil SGPS SA;

- Relatório & Contas 2003
- Relatório & Contas 2004
- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

PT SGPS (Actual: Pharol SGPS);

- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

REN – Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.;

- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

Semapa SGPS;

- Relatório & Contas 2003
- Relatório & Contas 2004
- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

Sonae SGPS;

- Relatório & Contas 2003
- Relatório & Contas 2004
- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

Teixeira Duarte;

- Relatório & Contas 2003
- Relatório & Contas 2004
- Relatório & Contas 2005
- Relatório & Contas 2006
- Relatório & Contas 2007
- Relatório & Contas 2008
- Relatório & Contas 2009
- Relatório & Contas 2010
- Relatório & Contas 2011
- Relatório & Contas 2012
- Relatório & Contas 2013
- Relatório & Contas 2014

# **Anexos**

## Altri – Tabela Resumo

	Altri - Tabela Resumo									
€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	50 418 044	461 759 345	289 061 476	202 949 858	197 242 895	166 603 060	169 010 886	149 024 104	153 956 026	105 077 228
Empréstimos Obrigacionistas	21 500 000	74 500 000	452 500 000	596 500 000	660 500 000	669 500 000	614 000 000	563 000 000	622 900 000	639 900 682
Outros Empréstimos	59 134 706	18 832 986	16 477 005	43 662 070	67 946 424	39 246 888	65 764 805	69 322 037	44 646 429	61 529 467
Passivo Financeiro	131 052 750	555 092 331	758 038 481	843 111 928	925 689 319	875 349 948	848 775 691	781 346 141	821 502 455	806 507 377
Passivo	217 601 247	687 924 815	937 842 304	1 028 470 002	1 065 741 051	1 075 314 078	986 961 190	944 433 134	979 568 036	966 992 021

## Banif – Tabela Resumo

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Recursos de Bancos Centrais	1 493 682	3 077 603	2 804 084	2 484 286	1 938 147	1 196 559	965 843	0	0	0
Recursos de OIC	882 564	348 651	689 101	1 088 515	1 286 879	1 813 496	2 081 009	1 777 023	1 565 715	1 417 151
	1 645 607	1 258 070	1 706 431	2 349 156	2 380 021	2 256 935	1 385 895	1 702 673	4 426 887	1 599 913
Obrigações	181 557	154 318	228 114	218 540	268 178	322 483	323 105	353 856	367 774	241 406
	<b>1 827 164</b>	<b>1 412 388</b>	<b>1 934 545</b>	<b>2 567 696</b>	<b>2 648 199</b>	<b>2 579 418</b>	<b>1 709 000</b>	<b>2 056 529</b>	<b>4 794 661</b>	<b>1 841 319</b>
Empréstimos Totais	4 203 410	4 838 642	5 427 730	6 140 497	5 873 225	5 589 473	4 755 852	3 833 552	6 360 376	3 258 470

## BCP – Tabela Resumo

(Milhares euros)	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Recursos Bancos Centrais	6 817 673	11 191 067	12 400 008	13 670 434	16 279 127	3 409 031	3 342 301	784 347	539 335	58 861
Recursos OIC	<b>4 148 482</b>	<b>2 301 469</b>	<b>2 865 750</b>	<b>4 052 985</b>	<b>3 797 429</b>	<b>6 896 641</b>	<b>5 997 066</b>	<b>8 648 135</b>	<b>12 124 716</b>	<b>11 206 019</b>
	5 709 569	9 411 227	13 548 263	16 236 202	18 137 390	19 953 227	20 515 566	26 798 490	22 687 354	18 230 381
	2 025 672	4 361 338	4 298 773	1 146 543	2 039 174	2 231 714	2 598 660	2 925 128	2 932 922	2 960 069
Obrigações	<b>7 735 241</b>	<b>13 772 565</b>	<b>17 847 036</b>	<b>17 382 745</b>	<b>20 176 564</b>	<b>22 184 941</b>	<b>23 114 226</b>	<b>29 723 618</b>	<b>25 620 276</b>	<b>21 190 450</b>
Empréstimos Totais	18 701 396	27 265 101	33 112 794	35 106 164	40 253 120	32 490 613	32 453 593	39 156 100	38 284 327	32 455 330

## BPI – Tabela Resumo

Milhares de euros	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Recursos de bancos centrais	1 561 185	4 140 068	4 270 918	2 499 197	1 245 537	2 773 383	0	0	0	53 881	94 101	170 423
Recursos de OIC	1 372 441	1 453 249	2 568 421	2 071 520	4 726 084	4 702 677	2 007 412	3 731 946	3 960 247	2 523 443	3 335 650	6 196 271
	0	920 433	1 200 279	0	640 389	652 408	767 628	930 834	5 464 566	5 075 493	5 055 493	4 298 509
	2 238 074	2 598 455	3 787 627	6 691 953	7 782 274	9 083 621	<b>6 417 808</b>	5 341 855	588 890	653 390	724 749	775 949
	69 521	136 931	156 331	214 491	0	0	0	0	0	0	0	0
Obrigações	<b>2 307 595</b>	<b>3 655 819</b>	<b>5 144 237</b>	<b>6 906 444</b>	<b>8 422 663</b>	<b>9 736 029</b>	<b>7 185 436</b>	<b>6 272 689</b>	<b>6 053 456</b>	<b>5 728 883</b>	<b>5 780 242</b>	<b>5 074 458</b>
Empréstimos Totais	5 241 221	9 249 136	11 983 576	11 477 161	14 394 284	17 212 089	9 192 848	10 004 635	10 013 703	8 306 207	9 209 993	11 441 152

## CTT – Tabela Resumo

	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Empréstimos bancários	824 650	2 393 536	2 513 347	3 609 298	5 698 794	5 263 521
Locação financeira	2 868 602	4 518 045	5 830 077	7 238 851	8 580 533	8 992 650
Outros empréstimos	65 936	87 102	3 079 348	261 041	0	0
Passivo Financeiro	3 759 188	6 998 683	11 422 772	11 109 190	14 279 327	14 256 171
Passivo	931 786 978	824 200 214	789 943 527	801 020 432	864 361 697	903 290 339

## EDP – Tabela Resumo

	Milhares de €	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos bancários		3 642 656	4 404 327	5 199 322	3 572 829	4 292 195	6 127 165	5 650 724	6 584 694	7 515 473	9 053 278	7 364 409	5 788 574
Empréstimos por obrigações		3 580 053	3 518 117	3 923 346	5 579 841	6 884 177	7 073 816	8 731 534	10 137 007	10 472 082	10 410 976	11 648 679	13 296 995
Papel Comercial		270 000	676 400	859 030	812 807	1 331 100	1 372 382	1 639 408	837 004	311 898	518 668	310 632	633 100
Outros empréstimos		0	0	29 103	47 790	63 100	88 091	105 723	115 910	108 914	93 338	67 265	50 702
Passivo Financeiro		7 492 709	8 598 844	10 010 801	10 013 267	12 570 572	14 661 454	16 127 389	17 674 615	18 408 367	20 076 260	19 390 985	19 769 371
Passivo		12 728 671	15 022 392	17 924 407	18 934 015	24 247 959	27 162 186	28 655 891	29 703 894	29 880 850	31 196 176	31 121 339	30 903 873

## Galp – Tabela Resumo

	milhares €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos bancários		1 036 252	850 283	614 356	1 989 354	1 469 643	2 028 950	2 617 889	1 902 616	1 700 226	1 424 090
Outros Empréstimos		4 120	3 732	2 124	539	255	176	215	527 273	196	179
Empréstimos por obrigações		309 760	246 207	225 772	1 711	701 369	1 000 000	1 185 000	1 195 000	2 000 000	2 270 000
Passivo Financeiro		1 350 132	1 100 222	842 252	1 991 604	2 171 267	3 029 126	3 803 104	3 624 889	3 700 422	3 694 269
Passivo		3 548 421	3 205 136	3 323 948	4 404 181	5 123 965	6 451 059	7 213 962	7 202 600	7 301 618	6 790 696

## Impresa – Tabela Resumo

€	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	134 989 051	83 082 333	214 930 398	209 325 115	194 644 518	230 999 795	205 610 683	194 503 448	191 482 242	195 076 061	183 725 543	125 705 512
Empréstimos Obrigacionistas	30 000 000	30 000 000	14 848 093	14 780 984	19 691 573	19 606 193	28 162 218	25 720 548	10 859 377	10 903 809	5 929 649	55 513 955
Outros Empréstimos	5 106 262	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Passivo Financeiro	170 095 313	113 082 333	234 778 491	229 106 099	214 336 091	250 605 988	236 402 901	220 223 996	202 341 619	205 979 870	189 655 192	181 219 467
Passivo	290 025 492	192 983 424	313 164 213	315 533 738	329 769 799	366 116 303	354 775 145	325 560 798	317 959 977	300 591 200	295 012 646	269 484 206

## Jerónimo Martins – Tabela Resumo

Milhares €	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	287 169	263 953	182 200	166 545	239 174	488 522
Empréstimos Obrigacionistas	509 127	517 871	519 798	532 529	448 852	225 000
Outros Empréstimos	84 560	71 575	38 227	17 997	5 763	1 280
Passivo Financeiro	880 856	853 399	740 225	717 071	693 789	714 802
Passivo	2 758 733	3 027 210	3 059 598	3 391 047	3 449 897	3 533 730

## Mota Engil – Tabela Resumo

Milhares €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	392 981 592	350 212 715	458 895 579	549 490 019	794 116 872	637 426 387	763 484 539	747 318 418	699 416 000	742 650 000
Empréstimos Obrigacionistas	177 819 096	230 901 940	394 140 078	411 155 273	459 818 154	454 968 646	466 762 233	366 441 363	622 405 000	795 102 000
Outros Empréstimos	14 578 578	33 394 537	11 383 236	15 615 727	52 098 594	6 591 897	8 733 449	8 472 504	9 527 000	11 364 000
Passivo Financeiro	585 379 266	614 509 192	864 418 893	976 261 019	1 306 033 620	1 098 986 930	1 238 980 221	1 122 232 285	1 331 348 000	1 549 116 000
Passivo	1 327 142 287	1 431 196 787	2 999 399 444	3 368 334 171	4 238 039 586	2 795 436 285	3 109 472 342	3 162 767 518	3 214 203 000	3 383 773 000

## PT – Tabela Resumo

€	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	1 372 195 444	1 518 918 648	1 271 763 388	840 312 526	3 148 850 928	2 997 491 283	1 233 301 092	0
Empréstimos Obrigacionistas	4 171 090 069	4 630 011 047	5 481 878 366	5 177 935 698	8 220 797 879	7 788 726 474	6 016 271 939	0
Outros Empréstimos	673 475 786	546 926 675	292 406 274	1 188 053 343	911 309 829	312 288 118	121 564 862	103 607
Passivo Financeiro	6 216 761 299	6 695 856 370	7 046 048 028	7 206 301 567	12 280 958 636	11 098 505 875	7 371 137 893	103 607
Passivo	11 040 360 698	12 513 282 347	12 446 436 954	10 560 787 026	19 200 984 859	17 241 698 703	10 153 580 067	65 951 367

## REN – Tabela Resumo

Milhares €	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	572 051	686 638	716 024	816 936	740 430	736 208	856 097	860 701
Empréstimos Obrigacionistas	1 606 000	1 149 000	1 477 899	1 429 039	1 655 123	1 964 676	1 824 440	1 731 262
Outros Empréstimos	262 679	275 933	3 973	3 003	1 790	1 377	2 395	3 280
Passivo Financeiro	2 440 730	2 111 571	2 197 896	2 248 978	2 397 343	2 702 261	2 682 932	2 595 243
Passivo	2 811 331	2 963 205	3 297 515	3 438 603	3 436 236	3 658 465	3 981 783	3 789 188

## Semapa – Tabela Resumo

€	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	717 290 239	1 859 257 819	691 025 340	311 878 180	311 429 121	275 317 577	331 490 090	513 630 366	468 259 916	717 504 497	593 305 753	437 565 664
Empréstimos Obrigacionistas	62 598 285	46 941 572	730 115 946	1 056 406 067	1 003 144 590	1 013 150 000	979 750 000	876 000 000	926 250 000	1 273 145 261	1 505 723 428	1 536 907 973
Outros Empréstimos	10 298 584	14 727 240	32 190 838	19 557 188	19 557 188	9 097 732	14 232 540	24 528 748	18 578 406	34 782 923	39 810 438	26 856 168
	790 187 108	1 920 926 631	1 435 736 823	1 392 216 623	1 326 608 003	1 291 148 315	1 319 790 651	1 408 361 561	1 408 824 681	2 014 781 638	2 123 643 582	1 988 639 824
Passivo	980 461 216	1 970 017 514	2 331 092 804	2 273 601 180	2 206 441 666	2 156 200 148	2 202 339 491	2 325 708 039	2 403 536 685	3 096 820 226	3 054 858 186	2 867 821 634

## Sonae – Tabela Resumo

€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	1 484 530 926	1 527 152 562	501 660 856	1 540 168 491	1 441 291 738	1 292 427 878	1 370 187 207	429 695 340	306 955 747	398 181 560
Empréstimos Obrigacionistas	1 000 674 631	1 161 757 224	500 000 000	1 784 144 886	1 735 983 882	1 741 484 767	1 752 671 309	1 738 765 143	1 273 362 258	1 438 998 397
Outros Empréstimos	57 913 110	69 718 606	45 055 063	62 210 908	80 266 922	70 502 376	73 210 388	44 376 117	16 218 901	15 907 890
Passivo Financeiro	2 543 118 667	2 758 628 392	1 046 715 919	3 386 524 285	3 257 542 542	3 104 415 021	3 196 068 904	2 212 836 600	1 596 536 906	1 853 087 847
Passivo	5 408 200 000	4 626 170 980	5 408 200 000	5 743 646 534	5 860 371 611	5 690 251 794	5 775 743 962	4 366 796 537	3 568 426 171	3 724 506 775

## Teixeira Duarte – Tabela Resumo

Milhares €	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empréstimos Bancários	1 125 980	1 008 640	971 805	904 965	1 141 497	1 037 719	1 239 465	608 576	588 899	573 189	778 478	867 988
Empréstimos Obrigacionistas	24 940	224 940	412 454	513 482	650 306	919 530	885 327	596 050	629 667	662 776	584 128	616 872
Outros Empréstimos	8 235	1 311	1 467	1 159	643	131	0	0	0	0	0	0
Passivo Financeiro	1 159 155	1 234 891	1 385 726	1 419 606	1 792 446	1 957 380	2 124 792	1 204 626	1 218 566	1 235 965	1 362 606	1 484 860
Passivo	1 564 590	1 596 444	1 851 384	1 951 180	2 388 125	2 839 105	2 997 834	2 159 246	2 420 543	2 441 618	2 422 868	2 469 262