



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO EM FINANÇAS

Trabalho Final de Mestrado

TRABALHO DE PROJECTO

EVOLUÇÃO DOS *SPREADS* DE RISCO DAS EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS DO ÍNDICE PSI-20

HENRIQUE SILVA GARCIA RAMOS DE CARVALHO

PROFESSOR ORIENTADOR:
PROFESSOR DR. CARLOS BASTARDO
PROFESSOR AUXILIAR CONVIDADO ISEG

SETEMBRO – 2013

Resumo

A crise financeira que despoletou em 2008 teve efeitos devastadores sobre a economia mundial e conduziu a restrições severas no mercado de crédito. Portugal não foi excepção, com impacto muito significativo para as empresas portuguesas, nomeadamente a nível das suas condições de financiamento.

O presente trabalho aborda esta questão com o objectivo de compreender a importância do endividamento e dos custos de financiamento das empresas não financeiras do PSI-20. Deste modo, a análise recai sobre a evolução dos *spreads* entre 2004 e 2012, tendo em conta o impacto da crise financeira sobre os principais indicadores e fontes de financiamento das empresas.

Os resultados permitem concluir que os rácios financeiros das empresas analisadas se agravaram em 2008 e 2009, não só devido à quebra da actividade económica, mas também pelo crescimento da sua dívida. Por sua vez, foi ainda possível verificar que os *spreads* em relação à Euribor dependem sobretudo do tipo de taxa de juro dos empréstimos de cada empresa.

Palavras-Chave: Endividamento, Estrutura de Capital, *Spreads* de Risco, Custo do Capital Alheio, Fontes de Financiamento

Abstract

The financial crisis triggered in 2008 had devastating effects on the world economy and led to severe restrictions in the credit market. Portugal was no exception, with large impacts for Portuguese companies, particularly in terms of their leverage conditions.

This paper addresses this issue in order to understand the importance of debt financing costs on non-financial companies of the PSI-20. The paper takes in account the evolution of spreads between 2004 and 2012, considering the impact of the financial crisis on key ratios of each firm.

The results suggest that financial ratios of the companies worsened in 2008 and 2009, not only because of the downturn in economic activity, but also because of the growth of there debt. In other turn, the spreads to Euribor depend mainly on the type of interest rate of the loans of each company.

Keywords: Leverage, Captial Structure, Spread Risk, Cost of Debt, Financing Source

Índice

Resumo.....	I
Abstract.....	II
Índice.....	III
Índice de Anexos.....	V
Lista de Tabelas e Gráficos.....	VI
Glossário.....	VIII
Capítulo I – Introdução.....	1
Capítulo II – Revisão de Literatura.....	3
1. Teorias sobre Estrutura de Capital.....	3
2. Determinantes da Estrutura de Capital.....	4
3. Indicadores Financeiros e Risco de Crédito.....	6
4. Evolução e Determinantes dos <i>Spreads</i> de Risco de Crédito.....	7
Capítulo III – Pressupostos, Metodologia Utilizada e Amostra.....	8
1. Amostra.....	8
2. Pressupostos e Metodologia Utilizada.....	9
Capítulo IV – Resultados.....	12
1. Evolução da Dívida e Instrumentos de Financiamento.....	12
1.1. Dívida Bruta, Dívida Líquida e Empréstimos Correntes e Não Correntes.....	12
1.2 Instrumentos de Financiamento Utilizados.....	14
1.3 Mercado Obrigacionista Português.....	17
2. <i>Beta</i> e Indicadores de Financiamento.....	20

2.1 <i>Beta</i> das Empresas Não-Financeiras do PSI-20.....	20
2.2 Indicadores de Financiamento.....	21
3. Evolução dos <i>Spreads</i> e Custo da Dívida.....	23
Capítulo V – Conclusões, Limitações e Investigação Futura.....	32
Bibliografia.....	36
Anexos.....	40

Índice de Anexos

Anexo A: Evolução do Produto Interno Bruto e das <i>Yields</i> da Obrigações de Tesouro.....	40
Anexo B: Empresas Não Financeiras do PSI-20.....	41
Anexo C: Dívida Bruta, Dívida Líquida e Empréstimos Correntes e Não Correntes.....	42
Anexo D: Instrumentos de Financiamento Utilizados.....	43
Anexo E: Mercado Obrigacionista Português.....	45
Anexo F: <i>Beta</i> das Empresas Não Financeiras do PSI-20.....	47
Anexo G: Indicadores de Financiamento.....	48
Anexo H: Evolução dos <i>Spreads</i> e do Custo da Dívida.....	49

Capítulo I – Introdução

Desde a proposição da irrelevância da estrutura de capital protagonizada por Modigliani & Miller (1958) que se multiplicaram as teorias sobre a existência de uma estrutura óptima de capital, reflectindo a sua importância no funcionamento das empresas. Assim, ao longo das últimas décadas os trabalhos relacionados com as políticas de financiamento das empresas e as determinantes do grau de endividamento suscitaram grande discussão na literatura financeira, com trabalhos de Rajan & Zingales (1995) e Fama & French (2002) a confrontarem os rácios financeiros das empresas com as diferentes teorias. Mais tarde, sobretudo no século XXI, a temática dos *spreads* de risco assumiu um papel mais relevante, sobretudo após a investigação de Colin-Dufresne, Goldstein & Martin (2001) sobre os determinantes das alterações dos *spreads* de crédito das obrigações empresariais. Torna-se evidente que a estrutura de endividamento e os custos de financiamento são factores fundamentais nos processos de decisão das empresas, especialmente em ciclos de desaceleração da economia e restrição no acesso ao crédito.

Neste âmbito, a falência do Banco Lehman Brothers em Setembro de 2008 marca o início de uma crise financeira a nível mundial, que se estende até aos dias de hoje, com efeitos devastadores sobre a economia mundial e com repercussões muito significativas nos mercados financeiros. Em Portugal as consequências foram ainda mais acentuadas, não só pela debilidade da economia, que já se encontrava há mais de uma década com taxas de crescimento inferiores ao resto da União Europeia e taxas de desemprego substancialmente superiores, mas também pela fragilidade das contas públicas, onde o défice público e a dívida pública atingem níveis insuportáveis que conduziram à actual

crise da dívida soberana portuguesa¹. Esta conjugação de factores trouxe impactos muito negativos para empresas portuguesas, reflectindo-se, em muitos casos, nos *spreads* de risco dos financiamentos que estas pretendiam obter.

Deste modo, o presente trabalho tem como objectivo conhecer aprofundadamente os instrumentos de financiamento utilizados pelas principais empresas não financeiras em Portugal, reflectindo sobre a importância crescente do endividamento e das escolhas para a estrutura de capital. Complementarmente, será feita uma análise aos principais rácios de financiamento utilizados pelas instituições financeiras para monitorizar os contratos de dívida, confrontando empresas com diferentes graus de risco de forma a compreender a importância destes indicadores para os seus *stakeholders*. Posteriormente são calculados os *spreads* de crédito de cada empresa, sendo feita uma análise individual a cada empresa com o intuito de compreender a sua evolução para o período 2004-2012, nomeadamente os impactos da crise financeira que despoletou em 2008.

O trabalho organiza-se da seguinte forma: no capítulo II será feita uma revisão da literatura, abordando as principais teorias sobre a estrutura de capital e as suas determinantes, bem como a importância dos rácios financeiros para previsão de situações de falência e explicação dos *spreads* praticados pelas instituições financeiras. No capítulo III é dada uma explicação sobre a amostra e os dados utilizados, expondo igualmente os pressupostos e a metodologia empregue na obtenção dos resultados. Os resultados conseguidos e a respectiva análise encontram-se no capítulo IV. Por último, são apresentadas as conclusões e as possibilidades de investigação futura.

¹ Ver Anexo A

Capítulo II – Revisão de Literatura

Numa fase inicial do trabalho é indispensável realizar uma abordagem teórica à literatura financeira existente sobre a temática dos *spreads* de risco de crédito. A análise dos *spreads* de risco de crédito e do seu impacto na estrutura de financiamento das empresas apenas pode ser feito depois de uma adequada revisão de literatura existente sobre as teorias da estrutura de capital, os rácios financeiros mais relevantes e as determinantes dos *spreads* e do nível de endividamento.

1. Teorias sobre a Estrutura de Capital

A literatura sobre a estrutura de capital e a existência de um nível óptimo de endividamento tem suscitado grande interesse e discussão no mundo académico, sobretudo desde o trabalho apresentado por Modigliani & Miller (1958). Na sua reflexão sobre o custo de capital e a teoria de investimento, os autores concluem que a estrutura de capital de uma empresa, ou seja, o seu rácio entre capital próprio e dívida, é irrelevante para o cálculo do custo médio do capital². Os pressupostos utilizados por Modigliani & Miller (MM), nomeadamente a existência de um mercado perfeito, a inexistência de impostos e o facto de considerar todas as obrigações como substitutos perfeitos, foram a base para um conjunto de teorias que ao longo do século XX têm tentado refutar a proposição de MM, considerando que esta não é adequada e necessita de maior evidência empírica³. Deste modo, Myers (1984) apresenta duas teorias sobre a estrutura de capital: a teoria do *Trade-off*⁴ e a Teoria de *Pecking order*. Na primeira, a estrutura óptima de capital surge do equilíbrio entre o benefícios de contrair dívida, sobretudo a nível fiscal, e os custos do respectivo endividamento, relacionados com os

² O Custo médio ponderado do capital apenas varia entre classes de empresas.

³ No seu paper MM utilizam apenas dois estudos, de FB Allen, sobre empresas fornecedores de energia eléctrica e Robert Smith, destinado a companhias de petróleo.

⁴ Na literatura financeira é recorrente a distinção entre a teoria *trade-off* dinâmica e teoria *trade-off* estática

custos de ajustamento e os custos de falência. Neste caso, a empresa define um rácio óptimo e gradualmente aproxima-se desse valor, mantendo os activos e os planos de investimento constantes. Por sua vez, a teoria de *Pecking order*, surge na sequência do trabalho de Myers & Majluf (1984), defende que não existe um rácio óptimo visto considerar dois tipos distintos de capital próprio. O interno, proveniente dos resultados da empresa, e o externo, por via da emissão de acções. As empresas devem preferir o financiamento interno dos seus projectos em detrimento do financiamento externo por questões de informação assimétrica. Contudo, se for necessário recorrer a financiamento externo, a empresa deve dar preferência à emissão de dívida e não à emissão de acções. Mais recentemente, Baker & Wurgler (2002) defenderam uma nova teoria sobre a determinação da estrutura de capital, a teoria de *Market Timing*, onde estabelecem uma relação entre o valor da empresa, expresso através do rácio entre os valores de mercado e os valores contabilísticos (*market – book ratio*), e o seu grau de endividamento. Os autores recorrem a dados de 2500 empresas cotadas em bolsa para concluir que grandes valorizações de mercado conduzem a reduções do grau de endividamento no curto prazo.

3. Indicadores Financeiros e Risco de Crédito

Beaver (1966) é considerado o pioneiro na utilização de rácios financeiros para compreender a falência das empresas. O autor utiliza trinta rácios contabilísticos, tendo concluído que os relacionados com a cobertura da dívida pelos *cash-flows* da empresa são os que apresentam maior capacidade explicativa. Neste âmbito, Altman (1968) utiliza um método de análise discriminante para prever a falência de uma empresa. O seu modelo utiliza vinte e dois rácios que aferem a liquidez, a rentabilidade, o endividamento, a solvência e o funcionamento de cada empresa, sendo-lhes atribuída

uma pontuação que reflecte o risco de falência de cada uma. Altman et al (1977) aperfeiçoam o modelo incluindo novos rácios que pretendem reflectir a estabilidade dos resultados da empresa e a sua capacidade de cumprir o serviço da dívida. Deakin (1972) e Blum (1974) aplicam os rácios de Beaver na metodologia protagonizada por Altman. Ambos confrontam empresas que entraram em falência com outras que não entraram, acabando por reforçar a importância da relação entre os *cash-flows* e o nível da dívida para prever uma situação de bancarrota. Em 1972, Edminster aplica a análise discriminante a pequenas empresas, enquanto que Taffler (1982) a testa em empresas do Reino Unido. Recentemente, Beatty et al (2002) e Asquith et al (2005) estudaram o impacto de alterações nos rácios financeiros nos juros pagos pelas empresas, defendendo que a sua análise permite um conhecimento mais aprofundado da capacidade da empresa para cumprir as suas obrigações financeiras.

4. Evolução e Determinantes dos *Spreads* de Risco de Crédito

As determinantes dos *spreads* de crédito tem sido alvo de reflexão por muitos economistas, sobretudo desde o início do século XX, devido à sua crescente importância para a política de financiamento das empresas. Colin-Dufresne, Goldstein & Martin (2001) analisam a evolução dos *spreads* de crédito nas obrigações, concluindo que os factores agregados têm uma capacidade explicativa superior aos factores específicos. Entre os factores, os autores destacam as alterações da taxa de juro de mercado, o declive da curva das *yields* das obrigações do tesouro e os choques reais na procura e na oferta. Elton et al (2001) defendem que existem três elementos que explicam as diferenças entre as taxas de juro das obrigações do tesouro e das obrigações das empresas: a probabilidade de incumprimento da empresa, reflectindo os seus rácios

financeiros e operacionais, a fiscalidade sobre os diferentes tipos de obrigações e o prémio de risco proveniente da menor liquidez das obrigações empresariais.

Capítulo III – Pressupostos, Metodologia Utilizada e Amostra

1. Amostra

O PSI-20 (Portuguese Stock Index) é o principal índice da *Euronext* Lisboa, sendo composto pelas vinte acções com maior liquidez entre as empresas cotadas na Bolsa de Lisboa. Das vinte empresas referidas, a análise não irá recair sobre as cinco instituições financeiras⁵ presentes no índice visto que as regras e formas de financiamento que se aplicam a este tipo de empresas são significativamente diferentes das empresas não financeiras. Concretamente, as restrições à estrutura de capital impostas pelos vários acordos de Basileia e a possibilidade de obter recursos directamente junto do Banco Central Europeu, possibilitam, a estas empresas, condições que não permitiriam uma comparação adequada com as restantes. Deste modo, a amostra será constituída pelas empresas não financeiras do PSI-20, com excepção da EDP-Renováveis, visto ser detida em 77,5% pela EDP – Energias de Portugal, sendo substituída pela Brisa que apenas saiu do índice bolsista Português em Agosto de 2012. O período de amostragem inicia-se em Janeiro de 2004 e termina em Dezembro de 2012 sendo o objecto de estudo composto por 15 empresas, as quais constam no anexo B.

Os dados foram obtidos através dos Relatórios e Contas para no período 2004-2012, retirados do *site* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). No caso da Altri apenas foram utilizados dados desde 2006, visto que a empresa foi criada apenas em 2005, e da ZON desde 2008, visto ter sido este o primeiro ano de operações completo após a cisão da Portugal Telecom. Sempre que os dados presentes num dos

⁵ Neste grupo estão incluídos o BES, BCP, BPI, BANIF e o ESFG.

Relatórios e Contas diferirem dos apresentados noutra, a escolha irá recair sobre as informações presentes no Relatório e Contas mais recente, visto já englobar as mais recentes alterações impostas pelas normas contabilísticas nacionais e internacionais.

Os valores do *beta* foram obtidos através da base de dados da *Reuters*, reportando-se a 31 de Dezembro de 2012, sendo apenas apresentados os valores no final desse mesmo ano. Por sua vez, os valores da Euribor também foram retirados da mesma base de dados, sendo apresentada a média de cada ano para a Euribor a três meses, a seis meses e a doze meses.

Por último, os resultados apresentados para as emissões das obrigações têm em conta apenas as emissões em euros admitidas à cotação em bolsa desde 2004. Para cada emissão foi obtida informação sobre a maturidade, data de emissão e taxa de cupão, a partir dos prospectos de admissão à negociação de cada obrigação, obtidos através da base de dados da CMVM e da Interbolsa.

2. Pressupostos e Metodologia Utilizada

A análise da estrutura de financiamento das empresas irá ser feita através de três fases. Numa primeira fase do ponto de vista das fontes de financiamento e dos instrumentos de financiamento utilizados por cada empresa, sendo igualmente analisada a evolução da dívida bruta e da dívida líquida de cada empresa. Numa fase posterior, o estudo recai sobre três indicadores financeiros, o grau de endividamento, o rácio da dívida líquida/EBITDA, como *proxy* para a saúde financeira da empresa, e a solvibilidade, sendo apresentados os valores para cada empresa, bem como a sua evolução no período em análise. Na última fase serão apresentados os resultados relativos aos *spreads* de risco de cada empresa, sendo posteriormente feita uma reflexão crítica aos resultados obtidos.

No que se refere ao peso dos instrumentos de financiamento utilizados irão ser estudados os empréstimos bancários, os empréstimos obrigacionistas, o papel comercial e as locações financeiras, sendo os restantes instrumentos classificados como “outros empréstimos”⁶. A informação apresentada é calculada com base na dívida nominal bruta, ou seja, sem contabilizar os encargos com a emissão de dívida, sendo os valores obtidos por:

$$P = \frac{V \text{ Endividamento}}{X + Y + Z + \dots}$$

O nível de endividamento das empresas tem sido a base para muitas das teorias sobre estrutura de capital, sendo um factor determinante para compreender a sua evolução ao longo do período em análise e perceber quais os rácios escolhidos pelas principais empresas portuguesas. Assim, a fórmula de cálculo utilizada, de acordo com o estabelecido pelo IPAMEI e pela CMVM, foi a seguinte:

$$\text{Grau de Endividamento} = \frac{\text{Passivo}}{\text{Passivo} + \text{Capital Próprio}}$$

A rubrica do passivo engloba os capitais alheios estáveis, isto é, de médio e longo prazo, bem como os capitais alheios de curto prazo e dívidas a fornecedores, enquanto que no capital próprio se encontram abrangidos os suprimentos minoritários.

Contudo, uma estrutura de financiamento equilibrada não pode ser analisada apenas do ponto de visto do grau de endividamento, visto que este não reflecte a capacidade da empresa em cumprir com as suas responsabilidades financeiras. Deste modo, irá ser utilizado uma *proxy* para a alavancagem da empresa, com o intuito de medir a sua saúde

financeira:

$$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}}$$

⁶ Incluem-se rubricas como *factoring* e empréstimos externos não bancários.

O EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) reflecte o *cash-flow* operacional da empresa, enquanto que a dívida líquida é obtida através da seguinte expressão:

$$\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Bruta} - \text{Reserva de Provisões}$$

O último indicador relacionado com a estrutura financeira é a solvabilidade. A solvabilidade representa os meios que a empresa tem à sua disposição para satisfazer todos os compromissos de dívida, sendo obtido por: $\text{Solvabilidade} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Capital Alheio}}$

No que se refere ao custo bruto da dívida, a metodologia adoptada foi a da taxa interna de rendibilidade (TIR), como proposto por Carvalho das Neves (2011):

$$E_0 - \sum_{i=1}^n \frac{(J_i + R_i)}{(1 + TIR)^i} = 0$$

em que:

E_0 - Valor dos empréstimos obtidos no início do período

J_i - Juros e outros gastos periódicos dos empréstimos

R_i - Reembolsos periódicos dos empréstimos

Este método tem em conta o valor nominal da dívida acrescido de eventuais despesas de emissão e montagem dos empréstimos, os encargos financeiros com os empréstimos obtidos e ainda a periodicidade do serviço da dívida.

Por fim, optou-se ainda pela apresentação do *beta* de cada empresa, como *proxy* para o risco que os investidores incorrem ao investir na empresa, englobando o risco financeiro e o risco de negócio. Deste modo, vai ser possível distinguir entre dois grupos de empresas, aquelas que apresentam um *beta* inferior a 1 e as empresas com um *beta* superior a 1.

Capítulo IV – Resultados

Este capítulo será dividido em três partes, como enunciado anteriormente, sendo que todas as tabelas resultam de cálculos elaborados pelo autor com base nos valores retirados dos Relatórios e Contas das empresas e das bases de dados referidas anteriormente.

1. Evolução da Dívida e Instrumentos de Financiamento

1.1 Dívida Bruta, Dívida Líquida e Empréstimos Correntes e Não Correntes

Os resultados obtidos para a evolução da dívida das quinze empresas analisadas encontram-se no anexo C tabela i), contemplando as taxas médias de crescimento anual (TMCA) da dívida bruta e dívida líquida entre 2004 e 2012. Estes reflectem um crescimento gradual da dívida bruta das empresas não financeiras do PSI-20, em média de cerca de 4,11%, sendo que apenas três conseguiram reduzir o seu endividamento de forma significativa.

A Cofina apresenta uma redução média anual de 7%, reflectindo o objectivo de redução do seu endividamento iniciado em 2010 com o intuito de diminuir o peso dos encargos com os financiamentos obtidos. Por sua vez, a elevada capacidade de geração de *cash-flow* da Portucel explica em grande parte o corte progressivo que a empresa tem feito na sua dívida. No caso da Sonae SGPS, a redução deve-se sobretudo à não inclusão nos valores de 2011 e 2012 dos segmentos de Comerciais e Viagens que passaram a consolidar pelo método de equivalência patrimonial, sendo que sem esta alteração contabilística a taxa de crescimento seria praticamente nula. Por outro lado, a Mota-Engil registou o maior aumento da dívida para o período em análise, mais de 15%, que se deve essencialmente, a vários investimentos financeiros estratégicos, nomeadamente em empresas concessionárias, e ao forte crescimento dos negócios em mercados

internacionais, onde foi necessário um investimento muito significativo em imobilizado técnico. No caso da REN, o crescimento da dívida deve-se sobretudo ao agravamento dos desvios tarifários, enquanto que na EDP a razão prende-se com a aquisição de várias empresas estratégicas para o grupo, como a *Horizon* em 2007, bem como o ambicioso plano de investimentos a nível operacional da empresa.

Do ponto de vista da dívida líquida, a taxa média de crescimento anual é significativamente mais baixa, situa-se em 1,34%, reflectindo a maior importância dada pelas empresas a esta rubrica. O facto de a dívida líquida englobar a rubrica de caixa e seus equivalentes permite que os investidores tenham uma noção mais realista da situação da empresa, pelo que as empresas dão especial atenção à sua evolução. Outra justificação para este valor prende-se com a existência de *covenants* nos contratos de dívida de muitas destas empresas que reportam para rácios relacionados com a dívida líquida. Neste caso, seis empresas registaram uma diminuição desta rubrica, sendo que apenas cinco registam subidas acima dos 3% contra as nove se analisarmos a dívida bruta.

Numa outra vertente, na tabela ii) do anexo C encontram-se os resultados obtidos relativamente ao peso dos empréstimos correntes, ou seja, empréstimos com maturidade inferior a um ano, e os empréstimos não correntes, isto é, aos empréstimos com maturidade superior a um ano. Neste aspecto é relevante referir que o peso médio dos empréstimos não correntes é cerca de três vezes o peso dos empréstimos correntes, cerca de 75% e 25% respectivamente. Nestes resultados, destaque ainda para o valor do desvio padrão, ronda os 10%, o que permite concluir que a grande maioria das empresas apresenta o referido equilíbrio entre os empréstimos de curto prazo e de longo prazo.

Em suma, os valores obtidos reflectem a importância crescente do financiamento para as empresas portuguesas, permitindo concluir que a escolha da estrutura da dívida das empresas se deve à intenção de reduzir a sua dependência de fundos mais voláteis de curto prazo, reduzindo o impacto de factores conjunturais dos mercados financeiros.

1.2 Instrumentos de Financiamento Utilizados

Depois de uma análise que permitiu retirar conclusões relevantes sobre a importância da estrutura de financiamento, o trabalho centra-se num estudo mais aprofundado sobre os instrumentos de financiamento utilizados por estas empresas. Como foi referido anteriormente, serão analisados quatro grandes instrumentos de dívida: Empréstimos Bancários, Empréstimos Obrigacionistas, Papel Comercial e Locações Financeiras. Os valores apresentados referem-se à média dos nove anos analisados.

Na tabela i) do anexo D encontram-se os valores obtidos para o peso dos empréstimos bancários para as quinze empresas estudadas. Os resultados reflectem a importância que os empréstimos bancários têm para o financiamento das empresas, representado cerca de 32% do total da sua dívida bruta. No caso da GALP o peso é ainda mais relevante, rondando os 60%, o que se deve à não emissão de empréstimos obrigacionistas entre 2003 e 2009 e pelo recurso ao Banco Europeu de Investimento para financiar os seus principais projectos de financiamento. A ZON apresenta o valor mais baixo visto optar por instrumentos com maior flexibilidade, nomeadamente o papel comercial, e ainda pelo peso significativo das locações financeiras.

Por sua vez, o recurso a empréstimos obrigacionistas é a principal fonte de financiamento das empresas não financeiras em Portugal. Através da tabela ii) é possível constatar que as obrigações representam mais de 40% da dívida contraída. Neste ponto, o destaque vai para Portugal Telecom, onde esta rubrica significa mais de

60% do endividamento da empresa. Ao longo do período em análise a PT emitiu doze empréstimos por obrigações, o que reflecte bem a importância do mercado obrigacionista para a principal empresa de telecomunicações em Portugal. Também a Portucel evidencia um peso muito significativo, mais de 70%, o que é explicado pela competitividade dos *spreads* das suas emissões. Em 2005, a empresa procedeu à emissão de cinco empréstimos obrigacionistas, num total de 700 milhões de euros, sendo o *spread* mais elevado de apenas 1,1%. Por seu turno, a Mota-Engil e a ZON apresentam valores muito abaixo da média das restantes empresas, 10% e 16% respectivamente. No primeiro caso, apesar de terem sido feitas oito emissões entre 2004 e 2012, o seu valor nominal não ultrapassou os 240 milhões euros, enquanto que na ZON apenas em 2012 foi feita uma emissão com um montante significativo, cerca de 200 milhões de euros.

Por outro lado, os resultados obtidos para o papel comercial revelam que este continua a ser um instrumento de financiamento importante para as cotadas portuguesas, assumindo um peso que ronda os 19%. O peso deste instrumento na estrutura de financiamento da REN é notório, quase 40%, o que se explica pela flexibilidade que este garante e que permite cobrir os encargos decorrentes dos desvios tarifários. Destaque ainda para a Cofina, onde o elevado peso elevado dos empréstimos correntes está muitas vezes associado à elevada utilização do papel comercial, e ainda na Sonaecom onde o peso de quase 30% é explicado pelo baixo custo que este representa para a empresa, visto estar muitas vezes relacionado com a imposição de rácios financeiros, nomeadamente a dívida líquida não exceder três vezes o EBITDA.

Na tabela iv) do anexo D a ZON sobressai, mais uma vez, ao apresentar um valor cinco vezes superior ao da média das restantes empresas, para a rubrica das locações

financeiras, visto estas reflectirem os direitos de utilização de capacidade e de conteúdos, factores determinantes no funcionamento da empresa. Ainda a nível individual, a Jerónimo Martins apresenta também um valor significativo, o que se explica pelo importante peso do aluguer do equipamento básico das lojas e equipamento de transporte.

De um modo geral, os resultados permitem-nos concluir que as empresas optam sobretudo por dois grandes instrumentos de financiamento, os empréstimos bancários e os empréstimos obrigacionistas, que representam cerca de 75% do endividamento das empresas estudadas. Por outro lado, o papel comercial representa 19%, as locações financeiras aproximadamente 3%, enquanto que os “outros empréstimos” tem um valor residual de apenas 2%.

1.3. Mercado Obrigacionista Português

Na revisão de literatura foi possível constatar que praticamente todos os trabalhos relacionados com a temática dos *spreads* de risco e os seus determinantes tinham como base o mercado obrigacionista. A utilização das obrigações deve-se à sua transacção no mercado secundário, pelo que é possível aferir a percepção que os investidores e os detentores das obrigações têm relativamente ao risco de cada empresa, nomeadamente através das variações das *yields* das obrigações. Aliado a este facto, no ponto anterior deste capítulo foi possível verificar a importância que este instrumento tem para as empresas estudadas, sendo o seu peso no endividamento superior a 40%. Deste modo, uma análise mais detalhada deste mercado torna-se indispensável num trabalho sobre estrutura de financiamento e posterior cálculo dos *spreads* de cada empresa.

Neste contexto, na tabela i) do anexo E encontram-se as emissões feitas por cada empresa, com a distinção entre as emissões a taxa de juro variável e a taxa de juro fixa.

Foram apenas contabilizadas as emissões de obrigações não convertíveis feitas a partir de 2004, em euros, sendo que no caso da Semapa as emissões da Portucel não foram tidas em conta, enquanto que nas obrigações da Sonae SGPS apenas se considerou as emissões feitas pela Sonae SGPS e pelo Modelo Continente SGPS. Considerando os dados obtidos é de realçar que todas as empresas emitiram obrigações durante o período em análise, sendo que, a EDP e a PT se destacam com um total de 15 e 12 emissões respectivamente. No caso destas duas empresas, o destaque vai ainda para o peso das emissões a taxa de juro fixa, que totalizam 60% do total deste tipo de emissões.

Em termos globais, as emissões a taxa de juro variável são mais do dobro das referidas anteriormente, sendo que oito empresas não fizeram qualquer tipo de emissão a taxa de juro fixa. Uma das principais razões para uma disparidade tão grande prende-se com a adaptação da remuneração destas obrigações às condições de mercado, usualmente às taxas de juro de referência para transacções interbancárias, ou seja, normalmente encontram-se indexadas à Euribor⁷. Em suma, as obrigações de taxa de juro variável permitem minimizar o risco de flutuação das taxas de juro, ou seja, o cupão pago em cada obrigação é ajustado periodicamente. Por sua vez, nas obrigações de taxa de juro fixa, apesar da empresa conseguir antecipar todos os *cash-flows* ao longo da vida da obrigação, pode estar a pagar um juro muito superior ao que as condições de mercado poderão reflectir.

Outro dado relevante quanto à distinção entre emissões a taxa de juro fixa e a taxa de juro variável feitas pelas quinze empresas analisadas está relacionado com o ano de cada emissão. Na tabela ii) do anexo E encontra-se essa mesma informação, sendo possível verificar a crescente importância deste instrumento financeiro na estrutura de

⁷ No caso da obrigações a taxa variável, mais de 90% encontra-se indexada à Euribor 6 Meses.

endividamento das cotadas portuguesas. Estes valores são explicados pelo maior congestionamento no acesso ao crédito bancário, com especial enfoque para 2012, ano em que foram emitidas um total de 25 obrigações. Este é o único ano em que as emissões a taxa de juro fixa são superiores às emissões a taxa de juro variável, representado mais de 40% do total das obrigações emitidas com pagamento de cupão fixo. A grande razão para este crescimento exponencial, de três em 2011 para quinze em 2012, deve-se aos valores historicamente baixos das taxas Euribor, o que torna os custos das emissões a taxa variável inviáveis no longo prazo, dado que o *spread* tem de ser elevado para atrair investidores. Desta forma, os dados de 2012 relevam a expectativa das empresas para um aumento das taxas de juro de referência, aumentando os valores dos juros pagos aos detentores das obrigações a taxa de juro variável, o que leva as empresas a optar por emitir a taxa de juro fixa, precavendo-se de eventuais alterações dos indexantes.

Neste âmbito, na tabela iv) são apresentadas as médias dos *spreads* praticados nas emissões de obrigações a taxa de juro variável, tendo como indexante a Euribor a 6 meses, e a média das taxas de juro dos cupões pagos a taxa de juro fixa. Para o efeito são apenas considerados os anos em que existiram pelo menos duas emissões, de forma a não deturpar os resultados. Através da análise dos dados é possível verificar que, no caso dos *spreads* praticados nas obrigações com remuneração variável, estes registaram uma subida muito significativa entre 2004 e 2012, sendo os valores médios de 1,47% e 5,05%, respectivamente. No que se refere às emissões com remuneração fixa, o valor registado em 2005 era de 4,1%, sendo em 2012 de cerca de 6,3%. No primeiro caso, o aumento verificado desde 2007, deve-se, em parte, à queda acentuada do indexante, enquanto que na segunda situação, o valor mais elevado é atingido em 2008, ou seja, no

auge da crise nos mercados financeiros que afectou a economia mundial. Deste modo, com base nos resultados obtidos, torna-se possível concluir que o maior risco de incumprimento das empresas, aliado à volatilidade dos mercados financeiros, conduziu a que as empresas tivessem custos com os juros dos empréstimos obrigacionistas cada vez maiores. Estes resultados reflectem o impacto que a crise financeira a nível mundial teve nos encargos com a dívida das empresas, em particular com os empréstimos obrigacionistas, em função da maior remuneração exigida pelos investidores para comprarem a sua dívida.

2. Beta e Indicadores de Financiamento

2.1 Beta das Empresas Não Financeiras do PSI-20

As empresas que constituem a amostra do trabalho encontram-se divididas pelos diferentes sectores da economia, desde as energia às telecomunicações, passando pela construção civil e o sector alimentar, pelo que a distinção entre os diferentes sectores não permitiria agrupar as empresas em função do seu risco para os investidores e respectivos credores. Deste modo, a divisão das empresas em dois grupos, com o intuito de compreender de forma mais adequada e consistente os resultados obtidos para os vários indicadores, foi efectuada através do *beta* das acções de cada empresa. O coeficiente *beta* pode ser visto como a medida de sensibilidade da rentabilidade das acções às variações do mercado, reflectindo o risco para os credores da empresa e para os seus investidores.

Na tabela i) e ii) do anexo F encontram-se os valores para o coeficiente *beta* para as quinze empresas estudadas e os dois grupos de empresas que este permitiu distinguir. De um lado encontram-se as empresas com um *beta* igual ou inferior a um, ou seja, com um risco de negócio e financeiro inferior à média do mercado, enquanto que no outro se

encontram as empresas com um *beta* superior a um, isto é, com um risco para os investidores superior ao risco de mercado. Desta forma, a análise dos indicadores será feita tendo em conta esta distinção, sendo expectável que os seus valores sejam melhores nas empresas com menor risco do que nas empresas com maior risco.

2.2 Indicadores de Financiamento

Os resultados obtidos para o grau de endividamento, para dívida líquida/EBITDA e para a solvabilidade para as quinze empresas que compõem a amostra encontram-se na tabela i), ii) e iii) do anexo G, sendo apresentadas as médias para os nove anos em análise e a sua evolução no período estudado. No que diz respeito ao grau de endividamento, a grande maioria das empresas apresenta valores a rondar os 70% ou superiores. Estes valores reflectem a importância que o financiamento tem para as principais empresas do PSI-20, funcionando não só como catalisador para o seu desenvolvimento e expansão, mas também para enfrentar momentos de recessão económica. Este último ponto torna-se evidente quando analisada a sua evolução entre 2004 e 2012, visto registar os valores mais elevados em 2008 e 2009, anos de forte recessão económica a nível nacional e internacional. No caso da Portucel, apesar de as exportações representarem cerca de 95% do volume de vendas, a elevada capacidade da empresa em gerar *cash-flow* permite que esta mantenha um nível de endividamento mais baixo. Já a Sonaecom apresenta valores semelhantes devido à imposição dos seus credores, sobretudo relacionados com o programa de papel comercial, de rácios de endividamento, nomeadamente da dívida líquida/EBITDA e da existência de colaterais adequados ao resultado do EBITDA.

Por sua vez, os resultados para o rácio da dívida líquida/EBITDA são, como seria de esperar, baixos nas empresas com menor grau de endividamento e mais altos nas

empresas com um grau de endividamento elevado. Os valores médios verificados em 2008 e 2009, 4,05 e 4,67 respectivamente, retratam as dificuldades sentidas pelas empresas portuguesas em anos de forte quebra da procura e agravamento das condições de acesso ao crédito. De realçar que o valor mais baixo é apresentado pela Jerónimo Martins, reflectindo a forte capacidade operacional da empresa, sobretudo do negócio da Polónia que representa 72% do EBITDA do Grupo. Por sua vez, a Altri apresenta resultados preocupantes nos dois indicadores. Em ambos os casos são os valores mais elevados, o que reflecte o mau desempenho da empresa nos anos de 2008 e 2009, sendo que neste último acabou por apresentar um resultado líquido negativo, o que influenciou substancialmente os seus rácios de financiamento. Em relação à Sonae Indústria, apesar de o grau de endividamento estar na média com as restantes empresas estudadas, o seu rácio da dívida líquida/EBITDA é muito superior, o que reflecte o fraco desempenho operacional da empresa nos anos em que a economia mundial e europeia apresentaram taxas de crescimento mais baixas.

Relativamente ao último indicador, a solvabilidade, os valores da Sonaecom e da Portucel destacam-se das restantes empresas, o que se deve essencialmente aos seus baixos níveis de endividamento. Por sua vez, a Cofina apresenta valores muito baixos neste indicador, sendo inclusivamente negativo em 2008, devido à exposição que a empresa tem na ZON Multimédia através da detenção de acções, contabilizadas ao valor de mercado, que resultaram em perdas líquidas avultadas desde 2008, altura em se sentiram fortemente os impactos da crise financeira nos mercados bolsistas.

Da análise dos dois grupos de empresas torna-se evidente que os resultados do grupo composto por empresas com menor risco apresentam valores mais sólidos que o outro grupo. A nível do grau de endividamento, os valores são de cerca de 70% e 77%

respectivamente, no que diz respeito à dívida líquida/EBITDA, os resultados obtidos são de 3,46 e 3,8, enquanto na solvabilidade os valores alcançados são de 47% para o primeiro grupo e de cerca de 34% para o segundo. Estes resultados permitem concluir que as empresas com menos risco, quando representado pelo coeficiente *beta*, apresentam valores mais consistentes para estes rácios financeiros, reflectindo a percepção dos investidores e dos credores relativamente à capacidade das empresas em cumprir as suas obrigações. Contudo, apenas através da análise do custo da dívida e dos *spreads* de cada empresa é possível retirar conclusões mais objectivas sobre a importância destes indicadores nas decisões de financiamento das empresas.

3. Evolução dos *Spreads* e do Custo da Dívida

Tal como foi referido na abordagem ao mercado obrigacionista português, o cálculo de *spreads* de risco é usualmente obtido pela diferença entre as *yields to maturity* das obrigações da empresa e as *yields* de um *benchmark* representativo da taxa de juro sem risco, recorrendo-se muitas vezes às obrigações de tesouro alemão. Este método implica que as obrigações sejam transaccionadas em mercado secundário, o que leva a alterações da sua cotação ou do seu preço, permitindo o cálculo das respectivas *yields*. Contudo, cerca de 66% das obrigações emitidas pelas empresas analisadas são obrigações com vencimento a taxa de juro variável, como tal a sua cotação permanece praticamente inalterada, isto é, o ajustamento às taxas de juro de mercado é feito na taxa de juro do cupão. Outro factor que impede a utilização deste método prende-se com a baixa liquidez das obrigações portuguesas, o que não permitiria obter resultados adequados à sua evolução ao longo do período em análise. Deste modo, os *spreads* serão obtidos pela diferença entre o custo bruto da dívida das empresas e a taxa Euribor a vários prazos. A análise aos resultados incidirá sobre o custo bruto da dívida e para os

spreads para cada empresa entre 2004 e 2012. Todos estes resultados podem ser consultados nas respectivas tabelas no anexo H.

Altri SGPS

A Altri, empresa com interesses nos mercados da pasta de papel e derivados, apresenta o *spread* mais elevado em 2009, ano em que se sentiram fortemente as consequências económicas da crise financeira que se despoletou em 2008 e afectou severamente as condições de acesso ao crédito e os níveis de consumo. Desde essa altura, a empresa vem registando uma tendência de queda dos seus *spreads*, registando em 2012 um valor cerca de 2 pontos percentuais abaixo do registado em 2009 e com valores próximos dos de 2007. Esta evolução deveu-se, essencialmente, à queda para mínimos históricos das taxas de juro de referência do Banco Central Europeu e à redução do nível de endividamento da empresa. Por sua vez, os valores mais elevados do custo bruto da dívida verificaram-se em 2006 e 2007, anos de fortes investimentos na aquisição de empresas estratégicas para o grupo, nomeadamente a compra da Celbi.

Brisa

A Brisa apresenta valores relativamente estáveis do custo bruto da dívida, contudo superiores ao valor médio das empresas analisadas. Estes valores devem-se, em parte, ao seu sector de actividade, relacionado com a construção e a exploração de auto-estradas, que requer investimentos significativos com um período longo de recuperação do capital. Por sua vez, os *spreads* revelam a reduzida exposição da dívida da Brisa às taxas de juro de mercado, ou seja, devido à estabilidade do custo bruto da dívida, a redução da Euribor conduz a *spreads* superiores. Em 2011 cerca de 60% da dívida da empresa vencia a taxa de juro fixa, sendo que em 2012 a empresa emitiu quatro

empréstimos obrigacionistas, no valor 700 milhões de euros, mais uma vez remunerados a taxa fixa.

Cofina SGPS SA

A Cofina apresenta em 2004 um valor para o custo bruto da dívida de apenas 3,7%, sendo esse valor no final de 2008 de mais de 6%. Esta evolução dos custos de financiamento suportados pela empresa deve-se sobretudo, a uma estrutura de endividamento assente num regime de taxas de juro variáveis, pelo que o aumento das taxas de juro directoras provocou um aumento do custo da dívida. Do mesmo modo, a queda acentuada das taxas de juro em 2009 provocou uma redução significativa dos juros suportados pela empresa, algo que apenas não se verificou em 2011 e 2012, devido ao agravamento das condições de acesso ao crédito e exigência de maiores contrapartidas por parte das instituições financeiras. Na linha das observações efectuadas anteriormente, os *spreads* suportados pela empresa são extremamente baixos até 2010, registando apenas em 2011 e 2012 valores superiores aos 4%, facto directamente relacionado com a crise da dívida pública portuguesa.

EDP – Energias de Portugal

A EDP é o maior produtor, distribuidor e comercializador de electricidade em Portugal, tendo importantes operações também em Espanha e sendo o terceiro maior operador mundial de energia eólica, o que espelha a importância da empresa para economia portuguesa. Esta dimensão dita que a EDP tenha elevados *stocks* de dívida, sendo a sua política de financiamento determinante para a sua actividade a nível mundial. Deste modo, apesar de ter atingido um custo bruto da dívida superior a 8%, esse valor tem vindo a reduzir-se gradualmente. O valor registado em 2012, cerca de 5,8%, foi alcançado graças à elevada capacidade de geração de *cash-flow* proveniente do

crescimento sustentado dos resultados operacionais da empresa, confirmando-se como uma empresa contra-cíclica.

Por sua vez, do ponto de vista dos *spreads* é possível verificar que estes têm vindo a subir, atingindo em 2012 o valor de 5% contra os 3,4% verificados em 2008. Esta evolução prende-se com a diminuição da exposição da empresa às variações das taxas de juro, visto que em 2008 mais de 77% da sua dívida vencia a taxa de juro variável, enquanto que em 2012 esse valor era de 66%.

Galp Energia SGPS

As semelhanças entre a evolução dos *spreads* da Galp e da EDP são evidentes. Em 2009 registaram uma subida acentuada, no caso da Galp mais de 1,3 pontos percentuais, explicados pela violenta queda da Euribor, superior a 3 pontos percentuais, que apenas se reflectiu parcialmente na redução do custo bruto da dívida, caiu cerca de 2 pontos percentuais. Contudo, enquanto a EDP conseguiu estabilizar o seu custo da dívida entre 2009 e 2012, no caso da Galp o mesmo não se verifica. Apesar de em 2010 ter atingido o valor de 5,1%, valor muito semelhante ao registado em 2004 e 2006, em 2012 o valor já era de 6,5%.

Este crescimento do custo bruto da dívida, reflectindo-se igualmente nos *spreads*, deve-se à maturidade da dívida da empresa. Em 2011 era de apenas dois anos, sendo que a dívida de curto prazo, representava cerca de 40% do seu endividamento. Neste período e devido à crise soberana da dívida pública portuguesa, a curva das de juro estava invertida, com as *yields* das obrigações a dois anos mais elevadas que as *yields* das obrigações a dez anos. Nestas circunstâncias, a empresa desenvolveu esforços com o objectivo de aumentar a maturidade da dívida, sendo que em 2012 já se reflectiram

parte desses esforços, sendo expectável que o custo bruto da dívida diminua nos próximos anos.

Jerónimo Martins SGPS SA

A evolução do custo bruto da dívida da Jerónimo Martins tem uma correlação positiva evidente com a variação das taxas de juro interbancárias, isto é, um aumento destas taxas de juro conduz a um aumento do seu custo bruto da dívida. Este facto reflecte a elevada exposição da dívida da empresa às condições de mercado, nomeadamente na emissão de empréstimos obrigacionistas, onde a empresa não fez qualquer tipo de emissão a taxa de juro fixa.

Os *spreads* pagos pela empresa são claramente inferiores à média das empresas analisadas, não só como reflexo da opção da empresa por endividamento a taxa de variável, mas também pelo equilíbrio financeiro da empresa, onde o rácio da dívida líquida/EBITDA atingiu sempre valores inferiores a 1 desde 2010, registando o valor mais baixo de todas as empresas analisadas no período.

Mota-Engil

A Mota-Engil registou um aumento progressivo do seu custo da dívida até 2008, ano em que este atingiu os 7,2%, enquanto que nos dois anos seguintes os valores eram próximos dos 3,5%, voltando a aumentar substancialmente nos dois últimos anos, rondando os 7% no final de 2012. Até 2008 a subida é explicada pela necessidade da empresa em investir em infra-estruturas que permitissem a sua internacionalização, tendo o grau de endividamento nesse ano registado o seu valor mais elevado, superior a 90%. Em 2009 e 2010 a empresa beneficiou da queda das taxas de juro directoras, o que permitiu uma queda superior a 3 pontos percentuais no custo da dívida. Em 2011 e 2012 a empresa ressentiu-se fortemente da crise da dívida soberana portuguesa,

nomeadamente na emissão de obrigações, onde apenas conseguiu colocar dívida com *spreads* de 5,5% e 6,75% respectivamente, o que levou a que a taxa de juro média dos empréstimos obrigacionistas aumentasse de 3,93% em 2010 para 5,47% em 2012. O custo dos empréstimos bancários e do papel comercial também registaram subidas acentuadas, com aumentos das taxas de juro médias que rondam os 50% em termos relativos.

Portucel

A Portucel é uma das empresas com melhores rácios de financiamento entre as empresas estudadas, apresentando um grau de endividamento médio de cerca de 50%, um rácio da dívida líquida/EBITDA perto de 2 e uma solvabilidade de praticamente 100%. Estes valores reflectem-se em custos da dívida particularmente baixos e *spreads* extremamente competitivos, especialmente quando comparados aos dos seus principais concorrentes. A Altri apresenta um *spread* médio de cerca de 2,7%, enquanto que o *spread* médio da Portucel se situa nos 2%.

PT Telecom SGPS N

A Portugal Telecom é a principal empresa no sector de telecomunicações em Portugal, tendo igualmente uma presença forte no Brasil e em África, conferindo-lhe uma dimensão cada vez mais internacional e um crescimento sustentável do volume de negócios. Deste modo, torna-se natural que a empresa não sofra impactos tão significativos com as alterações das condições de mercado, tendo o seu custo da dívida se mantido relativamente estável entre 2004 e 2012.

O mesmo não se verifica nos *spreads*, onde se registaram valores particularmente elevados desde 2009, em virtude da queda das taxas de juro de referência e do perfil de endividamento da empresa. O endividamento da empresa encontra-se concentrado em

vencimentos a taxa de juro fixa, sobretudo na emissão de obrigações, onde dez das doze obrigações emitidas entre 2004 e 2012 são remuneradas a taxa de juro fixa. Deste modo, a queda das Euribor não teve impacto significativo no custo da dívida da empresa, provocando o aumento dos *spreads* em relação à Euribor 6 meses e 12 meses.

REN – Redes Energéticas Nacionais

No caso da REN, a evolução dos *spreads* e do custo bruto da dívida reflectem o processo de reestruturação da mesma que a empresa levou a cabo desde 2008. Este foi o ano em que emitiu obrigações pela primeira vez, permitindo um aumento significativo da maturidade da dívida, de dois anos em 2007 para os cinco anos verificados em 2009, sendo que o peso do empréstimos correntes passou de 67% em 2007 para 22% em 2009. Este processo permitiu equilibrar o peso dos empréstimos com vencimento a taxa de juro fixa com os de vencimento a taxa de juro variável, através da emissão de empréstimos obrigacionistas a taxa de juro fixa (seis dos dez realizados) e a redução do peso do papel comercial, produto que na sua grande maioria era emitido a taxa de juro variável.

Semapa SGPS

O grupo Semapa detêm cerca de 80% do grupo Portucel, sendo este responsável até 2010, pela grande maioria da dívida consolidada do grupo, o que explica a semelhança entre as variações dos *spreads* das duas empresas. Contudo, a fraca exposição do Grupo Secil⁸ ao regime de taxa de juro variável (apenas 20% da dívida) leva a que os *spreads* do grupo Semapa sejam superiores aos apresentados pelo grupo Portucel.

Outro resultado relevante prende-se com a subida do custo bruto da dívida e dos *spreads* em 2012 em cerca de 3 pontos percentuais no primeiro caso e mais 3,5 pontos

⁸ O Grupo Secil foi detido em cerca de 51% pelo grupo Semapa até 2011, tendo os restantes 49% sido comprados em 2012.

percentuais no segundo. Estes valores são justificados pela aquisição dos restantes 49% do Grupo Secil e de 50% da Supremo Cimentos, que alteraram significativamente a estrutura de endividamento da empresa, sendo agora a Portucel responsável por apenas 22% da dívida consolidada do grupo Semapa, apesar de representar cerca de 80% do EBITDA do grupo.

Sonae Indústria SGPS NV05

A Sonae Indústria é a empresa que apresenta os valores mais elevados do custo bruto da dívida no período estudado. O seu grande problema prende-se com a dificuldade em gerar um *cash-flow* adequado ao seu grau de endividamento, reflectindo-se num rácio médio da dívida líquida/EBITA de 6,18, o segundo mais elevado apenas ultrapassado pela Altri.

Em 2007 e 2008 as taxas de juro médias dos empréstimos bancários e dos empréstimos obrigacionistas eram praticamente o dobro das registadas em 2009, reflectindo o aumento das taxas de juro de referência e a predominância de empréstimos com vencimento a taxa de juro variável. Esta opção da empresa reflectiu-se na relativa estabilidade dos seus *spreads*, ou seja, o custo bruto da dívida acompanhou as quedas na Euribor. A especificidade da empresa está relacionada com a decisão de não cobrir as variações das taxas de juro com instrumentos derivados, assumindo uma relação positiva entre os níveis da taxa de juro e o *cash-flow* operacional, criando um *hedging* natural.

Sonae SGPS SA

A Sonae SGPS é, a par da Portucel, a empresa com menores custos com a dívida entre as empresas estudadas. Contudo, enquanto que na Portucel as razões são o baixo grau de endividamento e a elevada capacidade de geração de *cash-flow* face ao *stock* da

dívida, no caso da Sonae SGPS a principal razão está relacionada com a elevada maturidade da sua dívida, que em alguns casos chega a ser superior a cinco anos e ao facto de grande parte da sua dívida estar indexada às taxas de juro de referência do mercado.

Em 2010, a totalidade da dívida da Sonaecom e da Sonae SGPS encontrava-se exposta às taxas de juro de mercado, sendo que os valores registados em 2007 e 2008 estão relacionados com o valor máximo da Euribor, bem como com os valores historicamente elevados da dívida da empresa. Em 2011 a empresa começou a realizar algumas operações de cobertura, nomeadamente através de *swaps* de taxa de juro, com o intuito de cobrir o risco de taxa de juro, tendo ainda efectuado em 2012 a sua primeira emissão obrigacionista com vencimento a taxa de juro fixa. Estas operações levaram a que não existisse uma relação tão directa entre o custo da dívida e as taxas Euribor, levando a um aumento dos *spreads* nos dois últimos anos.

Sonaecom SGPS

No caso da Sonaecom, a evolução dos resultados é explicada pelas mesmas razões apresentadas para os resultados da Sonae SGPS, sendo que os valores mais elevados do custo bruto da dívida e dos *spreads* se devem às maiores contrapartidas exigidas por parte dos investidores, ou seja, o risco em investir numa empresa cuja actividade se encontra centrada num só sector é superior ao de uma empresa mais diversificada.

Zon Multimédia

A Zon é a empresa cotada mais recente entre as empresas analisadas, tendo sido constituída apenas em 2008 após a cisão do grupo Portugal Telecom. Apesar de existirem poucos dados, torna-se possível verificar que o custo bruto da dívida da empresa foi sempre subindo desde 2009, justificado pelo crescimento da dívida da

empresa (valor médio anual superior a 9%), bem como à deterioração das condições de acesso ao crédito. No que diz respeito aos *spreads*, estes são elevados, sobretudo o valor de 2012.

Capítulo V – Conclusões, Limitações e Investigação Futura

A crise que despoletou em 2008 e que se estende até aos dias de hoje teve grandes repercussões a nível económico e financeiro por todo o Mundo. Em Portugal, as quebras acentuadas no produto interno bruto, a subida galopante das taxas de juro da dívida pública e as quedas verificadas na procura interna e externa colocaram as empresas portuguesas perante um novo panorama económico. Neste contexto, este estudo centra-se nos desafios que as empresas enfrentaram a nível de financiamento, nomeadamente através de uma análise da sua estrutura financeira e da evolução dos *spreads* de crédito entre 2004 e 2012.

A primeira conclusão que é possível retirar está relacionada com a evolução da dívida bruta e da dívida líquida das empresas estudadas. Entre 2004 e 2012 a taxa de crescimento média anual da dívida bruta foi superior a 4%, tendo aumentado em onze das quinze empresas. No caso da dívida líquida o cenário é substancialmente diferente, onde seis empresas conseguiram reduzir a sua dívida líquida ao longo dos nove anos analisados. Estes resultados reflectem a importância crescente desta última rubrica, nomeadamente nos *covenants* presentes nos contratos de dívida. Complementarmente, o estudo permitiu verificar que a grande maioria das empresas opta por um equilíbrio entre os empréstimos correntes e não correntes de cerca de 25% e 75% respectivamente. No que diz respeito aos instrumentos de financiamento utilizados, a investigação permitiu concluir que o peso médio dos empréstimos bancários e das obrigações ascende aos 75%, sendo que a relevância do mercado obrigacionista para as empresas

portuguesas cotadas se torna evidente ao longo de todo o trabalho. Esta relevância é bem patente, não só pelo seu peso na estrutura de financiamento, mais de 40%, mas também por todas as empresas da amostra terem recorrido a emissões obrigacionistas pelo menos quatro vezes, o que contribui para mais de uma centena de emissões entre 2004 e 2012. Neste ponto, foi ainda possível verificar que as emissões a taxa de juro variável são mais do dobro das emissões a taxa de juro fixa, apesar de o recurso a este último ser cada vez maior, acabando mesmo por registar em 2012 um valor superior às emissões a taxa de juro variável.

No que se refere aos indicadores de financiamento, foi possível constatar que o nível médio de endividamento das empresas analisadas se situa nos 70%, reflectindo a importância das políticas de financiamento e das escolhas sobre a estrutura de capital na última década. Relacionado com o endividamento, encontra-se o rácio da dívida líquida/EBITDA, utilizado como *proxy* para a saúde financeira da empresa, que apresenta um valor médio de 3,6. Neste caso, verifica-se que em 2008 e 2009 os valores registados são os mais elevados, sendo muito significativa a diferença para os valores de 2004 e 2005, o que se explica pela deterioração das condições macroeconómicas e pelo agravamento das condições de financiamento. Por sua vez, a solvabilidade apresenta uma evolução semelhante, com uma quebra muito significativa em 2008, igualmente explicada pela grave crise financeira que afectou todo o tecido empresarial português. Relativamente à distinção feita através do coeficiente *beta*, torna-se evidente que o grupo de empresas com menor risco apresenta melhores rácios financeiros que o grupo de empresas com *beta* superior a um. Em qualquer um dos três indicadores se verifica a maior solidez financeira do primeiro grupo, com especial enfoque para a solvabilidade, onde a diferença se situa nos 13 pontos percentuais.

Antes de apresentar as principais conclusões sobre os *spreads* de crédito é necessário referir algumas das limitações que condicionaram o seu cálculo. Por um lado, cerca de 70% das emissões obrigacionistas entre 2004 e 2012 vencem juros a taxa de juro variável, tornando mais difícil o cálculo das respectivas *yields to maturity*. Por outro lado, a baixa liquidez das obrigações portuguesas não permite obter resultados consistentes para todo o período em análise. Ao longo do trabalho existiram ainda algumas dificuldades sentidas, devido às alterações das normas contabilísticas em vigor, nomeadamente com modificações nos valores de algumas rubricas utilizadas em diferentes anos.

Deste modo, os valores dos *spreads* foram calculados com base na diferença entre o custo bruto da dívida e as taxas Euribor a 6 e 12 meses. No que diz respeito à evolução do custo bruto da dívida, os valores são substancialmente mais elevados em 2007 e 2008 para a grande maioria das empresas, registando uma tendência de queda nos dois anos seguintes e de um novo aumento em 2011 e 2012. Os valores máximos da Euribor em 2007 e 2008 aliados à deterioração dos rácios financeiros das empresas, nomeadamente da dívida líquida/EBITDA e da solvabilidade, justificam em grande parte os resultados obtidos. Por sua vez, apesar das taxas de juro de referência apresentarem em 2011 e 2012 valores abaixo dos verificados em anos anteriores, a crise da dívida soberana portuguesa condicionou fortemente a negociação dos contratos de dívida das empresas cotadas portuguesas, aumentando os seus custos de financiamento nos dois últimos anos. No que se refere à evolução dos *spreads*, as conclusões acabaram por ser mais limitadas, sendo essencialmente explicadas pela evolução do custo da dívida e pelo peso do tipo de taxa de juro a que vence a dívida. Assim, empresas com peso significativo dos empréstimos com vencimento a taxa de juro variável tendem a ter

spreads mais estáveis, ou seja, a queda da Euribor provoca uma diminuição do custo da dívida o que não provoca grandes oscilações na diferença entre as duas variáveis. Nesta situação encontram-se empresas como a Sonae Indústria SGPS, a Sonaecom SGPS, a Sonae SGPS SA, a Mota-Engil e a EDP. Por outro lado, nas empresas com uma preponderância maior dos empréstimos a taxa de juro fixa as variações dos *spreads* são mais significativas. Neste caso encontram-se empresas como a Brisa, a PT ou a REN.

A nível de investigação futura, uma abordagem possível seria realizar um estudo semelhante sobre empresas do sector empresarial do Estado, comparando os vários indicadores de financiamento e a evolução dos *spreads* com as principais cotadas nacionais. Outra hipótese passaria pela elaboração de um estudo sobre a evolução dos *spreads* de crédito para as pequenas e médias empresas portuguesas.

Bibliografia

- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance* 23 (4), 589-609.
- Altman, E., Haldmen, R. G. & Narayanan, P. (1977). Zeta Analysis A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations. *Journal of Banking and Finance* 1, 29-54.
- Asquith, P., Beatty, A., & Weber, J. (2005). Performance Pricing in Bank Debt Contracts. *Journal of Accounting and Economics* 40, 101-128
- Baker, M & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance* 57 (1), 1-32.
- Beatty, A., Dichev, I., & Weber, J. (2002). The Role of Characteristics of Accounting-Based Performance Pricing in Private Debt Contracts. Working Papers Series.
- Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios As Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research* 4, 71-111
- Black, F. & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81 (3), 637-654.
- Blum, M. (1974). Failing Company Discriminant Analysis. *Journal of Accounting Research* 12 (1), 1-25
- Bradley, M., Jarrel, G. A. & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance* 39 (3), 857-878
- Collin-Dufresne, P & Goldstein, R. S. (2001). Do Credit Spreads Reflect Stationary Leverage Ratios?. *The Journal of Finance* 56 (5), 1929-1957.
- Collin-Dufresne, P., Goldstein, R. S., & Martin, J. S. (2001). The determinants of credit spread changes. *The Journal of Finance* 56 (6), 2177-2207.

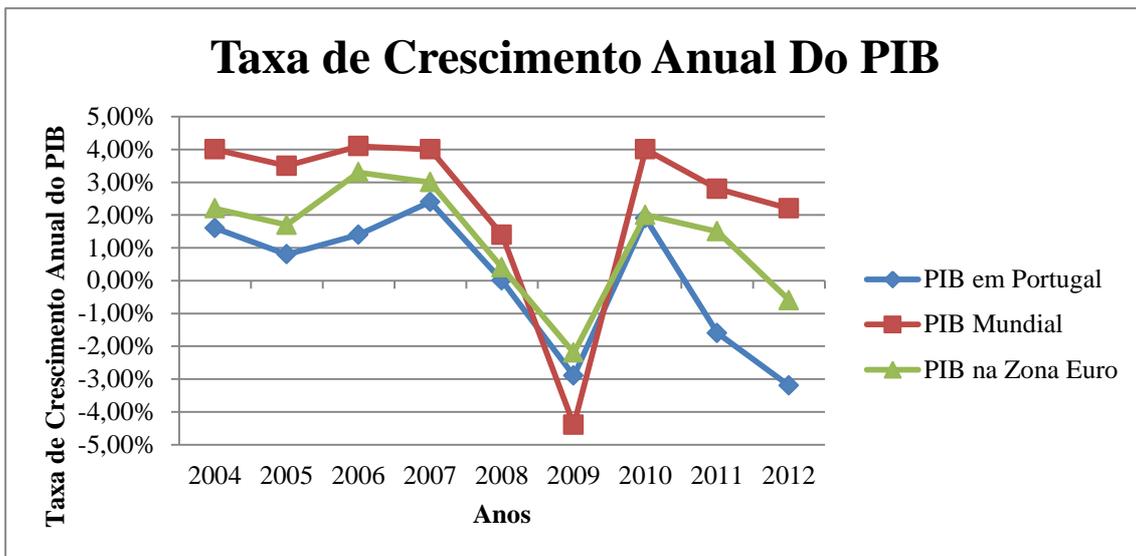
- De Angelo, H. & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* 8, 3-29.
- Deakin, E. (1972). A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure. *Journal of Accounting Research* 10 (1), 167-17
- Edmister, R. (1972). An Empirical Test of Financial Ratio Analysis for Small Business Failure Prediction. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7 (2), 1477-1493.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Agrawal, D., & Mann, C. (2001). Explaining The Rate Spread on Corporate Bonds. *The Journal of Finance* 56 (1), 247-278.
- Fama, E. F. & French, K. A. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies* 15 (1), 1-33.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance* 46 (1), 297-355.
- Jorge, S. & Armada, M. J. R. (1999). Factores Determinantes do Endividamento: uma Análise em Painel. *Revista da Administração Contemporânea* 5 (2), 9-31.
- Merton, R. C. (1974). On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates. *The Journal of Finance* 29 (2), 449-470.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment. *American Economic Review* 48 (3), 655-669.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39 (3), 575-592.

- Myers, S. C. & Majluf, N. C. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Neves, J. C. (2011). *Análise e Relato Financeiro – Uma Visão Integrada de Gestão*, 1^a Ed. Lisboa: Texto Editores
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance* 50 (5), 1421-1460.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). Testing Static Trade-off Theory Against Pecking Order Theory of Capital Structure. *The Journal of Financial Economics* 51, 219-244.
- Taffler, R. J. (1982). Forecasting Company Failure in the UK Using Discriminant Analysis and Financial Ratio Data. *Journal of the Royal Statistical Society* 145 (3), 342-358
- Titman, S. & Wessels, A. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* 43 (1), 1-19.

Anexos

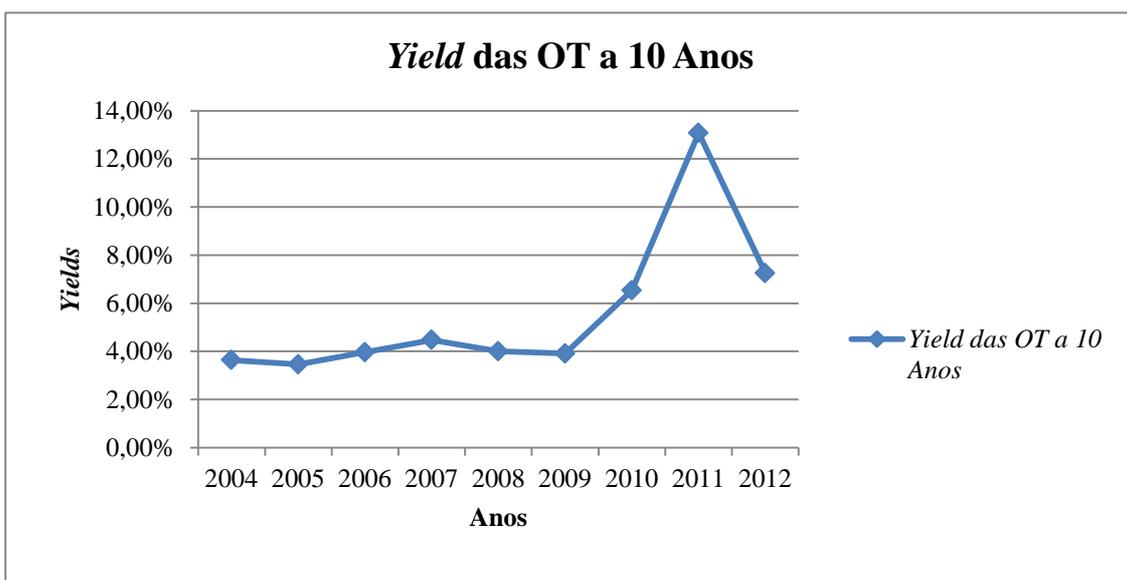
ANEXO A: Evolução do Produto Interno Bruto e das *Yields* da Obrigações de Tesouro

Gráfico 1. Taxa de Crescimento Anual do PIB Mundial, na Zona Euro e em Portugal



Fonte: Banco Mundial

Gráfico 2. Evolução das *Yields* das Obrigações de Tesouro Portuguesas a 10 Anos



Fonte: Banco Central Europeu

ANEXO B: Empresas Não Financeiras do PSI-20

ALTRI SGPS
BRISA
COFINA SGPS SA
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL
GALP ENERGIA SGPS
JERONIMO MARTINS SGPS SA
MOTA ENGIL
PORTUCEL
PT TELECOM SGPS N
REN
SEMAPA SGPS
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05
SONAE SGPS SA
SONAECOM SGPS
ZON MULTIMEDIA

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da *Euronext*

ANEXO C: Dívida Bruta, Dívida Líquida e Empréstimos Correntes e Não

Correntes

i) Taxa de Crescimento Média Anual da Dívida Bruta e Dívida Líquida

EMPRESA	TMCA DA DÍVIDA BRUTA	TMCA DA DÍVIDA LÍQUIDA
ALTRI SGPS	5,88%	1,87%
BRISA	3,13%	-1,57%
COFINA SGPS SA	-7,00%	-6,95%
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL	10,33%	9,62%
GALP ENERGIA SGPS	8,42%	1,36%
JERONIMO MARTINS SGPS SA	-0,65%	-6,45%
MOTA ENGIL	15,58%	11,49%
PORTUCEL	-3,83%	-10,34%
PT TELECOM SGPS N	9,21%	10,09%
REN	10,69%	9,67%
SEMAPA SGPS	0,60%	-2,58%
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	0,55%	1,76%
SONAE SGPS SA	-3,84%	-3,93%
SONAECOM SGPS	3,47%	3,75%
ZON MULTIMEDIA	9,10%	2,30%
MÉDIA	4,11%	1,34%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

ii) Peso dos Empréstimos Correntes e Empréstimos Não Correntes

DADOS	MÉDIA	MÁXIMO	MÍNIMO	DESVIO PADRÃO
EMPRÉSTIMOS CORRENTES	23,74%	89,05%	56,04%	9,72%
EMPRÉSTIMOS NÃO CORRENTES	76,26%	10,95%	43,96%	9,72%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

ANEXO D: Instrumentos de Financiamento Utilizados

i) Peso dos Empréstimos Bancários

EMPRESA	PESO DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS
ALTRI SGPS	32,08%
BRISA	48,79%
COFINA SGPS SA	29,35%
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL	41,38%
GALP ENERGIA SGPS	60,14%
JERONIMO MARTINS SGPS SA	21,40%
MOTA ENGIL	52,25%
PORTUCEL	19,09%
PT TELECOM SGPS N	24,72%
REN	30,33%
SEMAPA SGPS	30,58%
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	25,26%
SONAE SGPS SA	33,69%
SONAECOM SGPS	24,99%
ZON MULTIMEDIA	12,26%
MÉDIA	32,42%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

ii) Peso dos Empréstimos Obrigacionistas

EMPRESA	PESO DOS EMPRÉSTIMOS OBRIGACIONISTAS
ALTRI SGPS	39,01%
BRISA	40,59%
COFINA SGPS SA	38,71%
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL	50,99%
GALP ENERGIA SGPS	24,42%
JERONIMO MARTINS SGPS SA	60,55%
MOTA ENGIL	10,25%
PORTUCEL	72,60%
PT TELECOM SGPS N	64,13%
REN	31,00%

SEMAPA SGPS	61,77%
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	43,60%
SONAE SGPS SA	51,76%
SONAECOM SGPS	43,70%
ZON MULTIMEDIA	16,09%
MÉDIA	43,28%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

iii) Peso do Papel Comercial

EMPRESA	PESO DO PAPEL COMERCIAL
ALTRI SGPS	23,23%
BRISA	6,88%
COFINA SGPS SA	29,11%
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL	7,07%
GALP ENERGIA SGPS	13,74%
JERONIMO MARTINS SGPS SA	11,12%
MOTA ENGIL	25,14%
PORTUCEL	8,26%
PT TELECOM SGPS N	5,55%
REN	38,55%
SEMAPA SGPS	6,18%
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	13,22%
SONAE SGPS SA	12,51%
SONAECOM SGPS	27,51%
ZON MULTIMEDIA	55,70%
MÉDIA	18,92%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

iv) Peso das Locações Financeiras

EMPRESA	PESO DAS LOCAÇÕES FINANCEIRAS
ALTRI SGPS	0,08%
BRISA	0,04%
COFINA SGPS SA	2,29%
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL	0,03%
GALP ENERGIA SGPS	0,00%
JERONIMO MARTINS SGPS SA	6,70%
MOTA ENGIL	10,35%
PORTUCEL	0,05%
PT TELECOM SGPS N	2,27%
REN	0,12%
SEMAPA SGPS	0,16%
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	4,79%

SONAE SGPS SA	1,33%
SONAECOM SGPS	3,74%
ZON MULTIMEDIA	15,93%
MÉDIA	3,19%

Fonte: Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

ANEXO E: Mercado Obrigacionista Português

i) Emissão de Obrigações por Empresa e Distinção da Taxa de Juro

EMPRESA	NÚMERO DE OBRIGAÇÕES	VARIÁVEL	FIXA
ALTRI SGPS	4	4	0
BRISA	7	2	5
COFINA SGPS SA	1	1	0
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL	15	4	11
GALP ENERGIA SGPS	6	6	0
JERONIMO MARTINS SGPS SA	9	9	0
MOTA ENGIL	8	8	0
PORTUCEL	7	7	0
PT TELECOM SGPS N	12	2	10
REN	10	4	6
SEMAPA SGPS	5	4	1
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	9	9	0
SONAE SGPS SA	7	6	1
SONAECOM SGPS	5	5	0
ZON MULTIMEDIA	4	3	1
TOTAL	109	74	35

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da CMVM e da Interbolsa

ii) Distribuição do Tipo de Taxa de Juro das Obrigações Emitidas Entre 2004 e 2012

ANO DE EMISSÃO	TAXA VARIÁVEL	TAXA FIXA	TOTAIS
2004	4	0	4
2005	15	5	20
2006	7	3	10
2007	7	0	7
2008	8	2	10
2009	7	6	13
2010	9	1	10
2011	7	3	10
2012	10	15	25
TOTAIS	74	35	109

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da CMVM e da Interbolsa

iii) Evolução da Euribor 3M, 6M e 12M no Período 2004-2012

ANO	EURIBOR 3M	EURIBOR 6M	EURIBOR 12M
2004	2,1070%	2,1490%	2,2740%
2005	2,1860%	2,2360%	2,3350%
2006	3,0830%	3,2380%	3,4400%
2007	4,2740%	4,3490%	4,4480%
2008	4,6440%	4,7270%	4,8250%
2009	1,2180%	1,4290%	1,6100%
2010	0,8130%	1,0830%	1,3520%
2011	1,3930%	1,6380%	2,0080%
2012	0,5710%	0,8240%	1,1080%

Fonte: Reuters

iv) Valores Médios dos Spreads Praticados e da Taxa de Cupão Nas Emissões de Obrigações Para o Período 2004-2012

ANO DE EMISSÃO	SPREAD PRATICADO	CUPÃO FIXO	SPREAD PRATICADO + EURIBOR 6M
2004	1,4667%	-	3,6157%
2005	0,9750%	4,1000%	3,2110%
2006	0,8479%	4,4583%	4,0859%
2007	0,7833%	-	5,1323%
2008	1,2300%	6,3750%	5,9570%
2009	2,2500%	5,5737%	3,6790%
2010	2,2250%	-	3,3080%
2011	3,5000%	5,8333%	5,1380%
2012	5,0500%	6,3000%	5,8740%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados da CMVM e da Interbolsa

ANEXO F: *Beta* das Empresas Não Financeiras do PSI-20

i) *Beta*

EMPRESA	<i>BETA</i>
ALTRI SGPS	1,10
BRISA	0,78
COFINA SGPS SA	1,54
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL	0,86
GALP ENERGIA SGPS	1,26
JERONIMO MARTINS SGPS SA	1,00
MOTA ENGIL	1,48
PORTUCEL	0,97
PT TELECOM SGPS N	0,90
REN	0,41
SEMAPA SGPS	0,75
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	1,58
SONAE SGPS SA	1,27
SONAECOM SGPS	1,29
ZON MULTIMEDIA	1,10

Fonte: Reuters

ii) Distinção Entre Empresas com Base no *Beta*

EMPRESAS COM BETA >1	EMPRESAS COM BETA ≤1
ALTRI SGPS	BRISA
COFINA SGPS SA	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL
GALP ENERGIA SGPS	JERONIMO MARTINS SGPS SA
MOTA ENGIL	PORTUCEL
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	PT TELECOM SGPS N
SONAE SGPS SA	REN
SONAECOM SGPS	SEMAPA SGPS
ZON MULTIMEDIA	

Fonte: Elaboração Própria, com base nos dados da Reuters

ANEXO G: Indicadores de Financiamento

i) Indicadores de Financiamento das Empresas com $Beta \leq 1$

EMPRESAS COM BETA <1	GRAU DE ENDIVIDAMENTO	DÍVIDA LÍQUIDA/EBITDA	SOLVABILIDADE
BRISA	69,95%	6,10	43,93%
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL	74,68%	4,75	33,96%
JERONIMO MARTINS SGPS SA	71,85%	1,31	39,29%
PORTUCEL	50,76%	1,96	97,68%
PT TELECOM SGPS N	82,51%	2,13	21,48%
REN	74,11%	5,41	35,27%
SEMAPA SGPS	63,97%	2,58	57,72%
MÉDIA	69,69%	3,46	47,05%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

ii) Indicadores de Financiamento das Empresas com $Beta > 1$

EMPRESAS COM BETA >1	GRAU DE ENDIVIDAMENTO	DÍVIDA LÍQUIDA/EBITDA	SOLVABILIDADE
ALTRI SGPS	89,48%	8,29	11,91%
COFINA SGPS SA	87,50%	3,35	16,26%
GALP ENERGIA SGPS	67,52%	2,13	49,02%
MOTA ENGIL	85,84%	3,46	16,69%
SONAE INDUSTRIA SGPS NV05	77,74%	6,18	29,31%
SONAE SGPS SA	75,64%	3,27	32,31%
SONAECOM SGPS	49,90%	1,58	101,83%
ZON MULTIMEDIA	86,15%	2,12	16,09%
MÉDIA	77,47%	3,80	34,18%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

iii) Evolução dos Indicadores de Financiamento no Período 2004-2012

ANO	GRAU DE ENDIVIDAMENTO	DÍVIDA LIQUIDA/EBITDA	SOLVABILIDADE
2004	69,71%	3,22	45,61%
2005	68,58%	2,89	49,39%
2006	69,90%	3,45	47,11%
2007	72,16%	3,18	43,43%
2008	77,15%	4,05	34,78%
2009	75,94%	4,67	36,32%
2010	74,00%	3,81	39,87%
2011	74,98%	3,81	38,52%
2012	75,15%	3,28	39,46%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

ANEXO H: Evolução dos *Spreads* e do Custo da Dívida

i) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Altri SGPS

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2006	7,0600%	3,8220%	3,6200%
2007	7,1900%	2,8410%	2,7420%
2008	6,1641%	1,4371%	1,3391%
2009	6,2287%	4,7997%	4,6187%
2010	4,6372%	3,5542%	3,2852%
2011	3,9888%	2,3508%	1,9808%
2012	3,6462%	2,8222%	2,5382%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

ii) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* - Brisa

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	5,9270%	3,7780%	3,6530%
2005	5,9416%	3,7056%	3,6066%
2006	6,3212%	3,0832%	2,8812%
2007	7,6496%	3,3006%	3,2016%
2008	6,9197%	2,1927%	2,0947%
2009	5,8832%	4,4542%	4,2732%
2010	5,3431%	4,2601%	3,9911%
2011	6,5693%	4,9313%	4,5613%
2012	6,2774%	5,4534%	5,1694%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

iii) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Cofina SGPS SA

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	3,7263%	1,5773%	1,4523%
2005	3,8893%	1,6533%	1,5543%
2006	5,1432%	1,9052%	1,7032%
2007	5,8108%	1,4618%	1,3628%
2008	6,2640%	1,5370%	1,4390%
2009	4,1740%	2,7450%	2,5640%
2010	4,5390%	3,4560%	3,1870%
2011	6,5370%	4,8990%	4,5290%
2012	6,3420%	5,5180%	5,2340%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

iv) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – EDP – Energias de Portugal

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	6,3358%	4,1868%	4,0618%
2005	6,1022%	3,8662%	3,7672%
2006	5,6934%	2,4554%	2,2534%
2007	8,2920%	3,9430%	3,8440%
2008	8,2190%	3,4920%	3,3940%
2009	5,8394%	4,4104%	4,2294%
2010	5,1095%	4,0265%	3,7575%
2011	5,9854%	4,3474%	3,9774%
2012	5,8394%	5,0154%	4,7314%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

v) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Galp Energia SGPS

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	5,0884%	2,9394%	2,8144%
2005	6,3504%	4,1144%	4,0154%
2006	4,9635%	1,7255%	1,5235%
2007	6,7591%	2,4101%	2,3111%
2008	7,4453%	2,7183%	2,6203%
2009	5,5474%	4,1184%	3,9374%
2010	5,1825%	4,0995%	3,8305%
2011	6,3504%	4,7124%	4,3424%
2012	6,5109%	5,6869%	5,4029%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

vi) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Jerónimo Martins SGPS

SA

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	4,6185%	2,4695%	2,3445%
2005	3,3000%	1,0640%	0,9650%
2006	3,8000%	0,5620%	0,3600%
2007	4,8000%	0,4510%	0,3520%
2008	5,7000%	0,9730%	0,8750%
2009	4,0000%	2,5710%	2,3900%
2010	3,4395%	2,3565%	2,0875%
2011	4,2993%	2,6613%	2,2913%
2012	4,0799%	3,2559%	2,9719%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

vii) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos Spreads – Mota-Engil

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	5,5474%	3,3984%	3,2734%
2005	5,2142%	2,9782%	2,8792%
2006	5,8329%	2,5949%	2,3929%
2007	7,0147%	2,6657%	2,5667%
2008	7,2439%	2,5169%	2,4189%
2009	3,7518%	2,3228%	2,1418%
2010	3,4812%	2,3982%	2,1292%
2011	5,2354%	3,5974%	3,2274%
2012	6,9666%	6,1426%	5,8586%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

viii) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos Spreads – Portucel

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	3,6526%	1,5036%	1,3786%
2005	4,3743%	2,1383%	2,0393%
2006	5,4375%	2,1995%	1,9975%
2007	4,8797%	0,5307%	0,4317%
2008	5,7898%	1,0628%	0,9648%
2009	5,0279%	3,5989%	3,4179%
2010	3,4484%	2,3654%	2,0964%
2011	3,0383%	1,4003%	1,0303%
2012	3,1558%	2,3318%	2,0478%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

ix) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos Spreads – PT Telecom SGPS N

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	6,8613%	4,7123%	4,5873%
2005	6,8613%	4,6253%	4,5263%
2006	5,5474%	2,3094%	2,1074%
2007	5,4015%	1,0525%	0,9535%
2008	6,2774%	1,5504%	1,4524%
2009	6,1314%	4,7024%	4,5214%
2010	6,4234%	5,3404%	5,0714%
2011	6,2774%	4,6394%	4,2694%
2012	6,5693%	5,7453%	5,4613%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

x) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – REN – Redes Energéticas

Nacionais

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	5,9270%	3,7780%	3,6530%
2005	5,9416%	3,7056%	3,6066%
2006	6,3212%	3,0832%	2,8812%
2007	7,6496%	3,3006%	3,2016%
2008	6,9197%	2,1927%	2,0947%
2009	5,8832%	4,4542%	4,2732%
2010	5,3431%	4,2601%	3,9911%
2011	6,5693%	4,9313%	4,5613%
2012	6,2774%	5,4534%	5,1694%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

xi) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Semapa SGPS

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	5,9398%	3,7908%	3,6658%
2005	7,8210%	5,5850%	5,4860%
2006	6,6417%	3,4037%	3,2017%
2007	7,6340%	3,2850%	3,1860%
2008	7,3282%	2,6012%	2,5032%
2009	6,1722%	4,7432%	4,5622%
2010	4,3075%	3,2245%	2,9555%
2011	5,2869%	3,6489%	3,2789%
2012	7,9451%	7,1211%	6,8371%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

xii) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Sonae Indústria SGPS

NV05

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	7,3431%	5,1941%	5,0691%
2005	6,5296%	4,2936%	4,1946%
2006	6,5239%	3,2859%	3,0839%
2007	8,0814%	3,7324%	3,6334%
2008	8,6063%	3,8793%	3,7813%
2009	5,1589%	3,7299%	3,5489%
2010	5,2555%	4,1725%	3,9035%
2011	6,1168%	4,4788%	4,1088%
2012	6,3066%	5,4826%	5,1986%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

xiii) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Sonae SGPS SA

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	6,2780%	4,1290%	4,0040%
2005	6,1433%	3,9073%	3,8083%
2006	4,0476%	0,8096%	0,6076%
2007	5,1603%	0,8113%	0,7123%
2008	6,8417%	2,1147%	2,0167%
2009	2,5109%	1,0819%	0,9009%
2010	2,9781%	1,8951%	1,6261%
2011	4,1168%	2,4788%	2,1088%
2012	4,1314%	3,3074%	3,0234%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

xiv) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Sonaecom SGPS

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2004	6,0048%	3,8558%	3,7308%
2005	4,4380%	2,2020%	2,1030%
2006	5,3869%	2,1489%	1,9469%
2007	6,9781%	2,6291%	2,5301%
2008	7,4453%	2,7183%	2,6203%
2009	3,3577%	1,9287%	1,7477%
2010	3,3577%	2,2747%	2,0057%
2011	4,3796%	2,7416%	2,3716%
2012	4,7737%	3,9497%	3,6657%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas

xv) Evolução do Custo Bruto da Dívida e dos *Spreads* – Zon Multimédia

ANO	CUSTO BRUTO DA DÍVIDA	SPREAD EURIBOR 6M	SPREAD EURIBOR 12M
2008	6,1314%	1,4044%	1,3064%
2009	5,1095%	3,6805%	3,4995%
2010	5,3723%	4,2893%	4,0203%
2011	5,9416%	4,3036%	3,9336%
2012	7,2409%	6,4169%	6,1329%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios e Contas