



UNIVERSIDADE AUTÓNOMA DE LISBOA

**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS E
TECNOLÓGICAS**

**MESTRADO EM GESTÃO DE EMPRESAS
ESPECIALIDADE EM AUDITORIA CONTABILÍSTICA, FINANCEIRA E ECONÓMICA**

**“O Risco de Preço,
as Empresas Multinacionais e a Crise Económica atual”**

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Gestão de Empresas, especialidade em
Auditoria, Contabilística, Financeira e Económica

Autor: Marta da Conceição Parada

Orientador: Professor Especialista Henrique Morais

Lisboa, Fevereiro de 2014

À minha família que
me apoiou e acreditaram
em mim e em especial a
Rui Palma.

Agradecimentos

Com a confiança e a força que me deu, que me ajudou a terminar, que acreditou que eu era capaz, que se disponibilizou a qualquer hora para me atender, um especial agradecimento ao meu Orientador Professor Especialista Henrique Moraes, que obviamente sem a ajuda dele, este trabalho não tinha sido realizado.

Agradeço também, aos meus colegas de trabalho, aos meus chefes, que sempre me tentaram ajudar e sempre tiveram uma palavra positiva para comigo.

I. Resumo

As empresas multinacionais são, nos dias de hoje, fundamentais para a economia mundial, investindo em novos mercados, criando postos de trabalho, em resumo, dinamizando as economias onde operam.

Por outro lado, também para estas empresas, a gestão dos riscos é essencial, como forma de continuamente serem capazes de criar valor, primeiro para si próprias mas, afinal, também para os países em que se inserem.

O objetivo do meu trabalho resume-se à forma como as Empresas Multinacionais cobrem os seus riscos, nomeadamente no contexto recente, em que assistimos a uma degradação financeira e económica assinalável com a crise que se instaurou em 2008. Vou centrar-me no risco de preço, expresso pelas ações e pelas *commodities* e irei analisar empresas que utilizam produtos derivados justamente para efeitos de cobertura do risco de preço.

Numa primeira fase, irei explicar o que são multinacionais, como estas funcionam, quais os seus objetivos e as vantagens e desvantagens que advêm da internacionalização das empresas, assim como os motivos que levam as empresas a internacionalizar-se. Neste ponto irei apresentar uma evolução histórica das cotações das multinacionais e analisarei os riscos financeiros, em particular o risco de liquidez, o risco de crédito e o risco de preço. Darei a, este último, uma especial importância.

Procederei também à análise da gestão de riscos, como ela funciona, o seu processo socorrendo-me para tal da evolução dos preços dos produtos derivados. Focar-me-ei no ouro, no *dated brent* e no Euro/Dólar, pois, são ativos de imenso relevo, que sofrem, em geral uma forte variação de preços e dado que o risco de preço abrange a área das *commodities* (produtos e matérias-primas), os instrumentos financeiros derivados, tais como *forwards*, *swaps*, futuros, opções, entre outros, torna-se um instrumento importante para a gestão de riscos.

Numa segunda fase, exemplificarei como duas multinacionais (empresas de aviação) realizam a gestão de riscos, quais os riscos que mais incorrem e como combatê-los, assim como, as vantagens e desvantagens da cobertura de riscos.

Palavras-Chave: Risco de Preço; Gestão de Risco; Cobertura de Risco; Multinacionais, Investimento Direto Estrangeiro (IDE).

II. Abstract

Multinational companies are, nowadays, crucial for world economy, by investing in new markets, creating jobs, in short, by developing the economies where they operate. On the other hand, risk management is essential also for these companies, in order to create value on a long term basis, not only for themselves but also for the countries where they operate. The goal of my work is to show how Multinationals hedge their risks, namely in the recent environment where we see a considerable financial and economic deterioration with the crisis that came up since 2008. I will focus on the price risk, expressed by stocks and commodities and I will analyse companies that use derivatives, mainly for price risk hedging issues.

On a first stage, I will explain what Multinational Companies are, how they work, which are their goals, advantages and disadvantages coming out from their internationalization and which issues let them to decide to be international. Here, I will present an historic evolution of Multinationals stock prices and I will analyse financial risks, in particular liquidity risk, credit risk and price risk. I will pay special attention to the last one.

I will also analyse the risks management, how it works, its process, using for this the price evolution of derivatives. I will focus on gold, dated brent and Euro/USD, since these are key assets and usually suffer strong price changes. On a second stage, I will show how two Multinationals (airplane companies) implement the risk management, which are the risks they have to face and how they avoid them, ending with the identification of advantages and disadvantages of risk hedging.

Keywords: Price Risk; Risk Management; Multinational; *Hedging*; Foreign Direct Investment.

Índice

I.	Resumo.....	4
II.	Abstract	5
III.	Revisão da Literatura.....	7
1.	Evolução histórica e breve caracterização das Empresas Multinacionais	7
1.1.	Como e quando surgiram.....	7
1.2.	Porque surgiram	10
1.3.	Funcionamento deste tipo de Empresas	17
1.4.	Vantagens e Desvantagens de uma Multinacional	20
2.	O Risco.....	24
2.1.	Tipologia dos Riscos Financeiros.....	25
2.1.1.	Risco de Crédito	25
2.1.2.	Risco de Liquidez.....	26
2.1.3.	Risco Politico	26
3.	Risco de Preço.....	27
4.	Gestão de Riscos	33
4.1.	A avaliação dos riscos	35
4.2.	Os instrumentos de cobertura de riscos	36
4.3.	Vantagens e desvantagens da Cobertura de Riscos	42
IV.	Contexto prático	43
1.	O comportamento/atitude das Empresas Multinacionais face ao Risco de Preço	43
1.1.	Evolução histórica do comportamento das Multinacionais face ao Risco até à atualidade.....	43
1.2.	A utilização de Instrumentos de cobertura de Risco	49
V.	Conclusões	51
VI.	Referências Bibliográficas	53

III. Revisão da Literatura

1. Evolução histórica e breve caracterização das Empresas Multinacionais

1.1. Como e quando surgiram

As multinacionais são empresas que se caracterizam por algumas especificidades em relação às restantes empresas, nomeadamente a sua expansão a vários mercados, a sua, regra geral, grande dimensão, com uma equipa, por norma, numerosa e muito bem qualificada. Foi a seguir à II Guerra Mundial, segundo Mateus e Mateus (2008), que se começou a ouvir falar das empresas multinacionais (ou transnacionais), uma vez se registou um processo muito incisivo de deslocalização das empresas, com expansão para os mercados externos.

Este tipo de empresa funciona com uma empresa-mãe no país de origem e com a implantação noutros países com uma ou mais filiais/sucursais. Michalet (1985) diz que, uma Multinacional é uma empresa (ou um grupo), frequentemente de grande tamanho, que, a partir de uma base nacional, implantou no estrangeiro diversas filiais em vários países, com uma estratégia e uma organização concebidas à escala mundial.

Já os autores Narula e Dunning, (2010) dizem que uma multinacional pode ser considerada como um conjunto de estabelecimentos em locais diferentes (países diferentes), que são ativamente coordenados e controlados, sem envolver propriedade.

As empresas começaram ao longo dos anos a evoluir as suas formas de fabrico, melhoraram a produção, os equipamentos também evoluíram, passando a utilizar-se menos mão-de-obra, começaram a pensar mais na inovação e desenvolvimento. Isto tudo deveu-se ao facto de todos os países quererem evoluir financeiramente, logo a globalização veio trazer vantagens, pois hoje em dia há uma economia, mercados, serviços globalizados e principalmente os países estão mais interligados, beneficiando assim a economia de cada país.

Segundo Sagafi-Nejad (1995) a Globalização pode definir-se como, um fenómeno que trouxe mudanças políticas, sociais, culturais e principalmente económicas ao mundo, tornando-o mais ligado e unido, sendo que também podemos chamar a este fenómeno de Aldeia Global. Este autor diz ainda que a industrialização e a sua concomitante, a globalização, estão interligadas com a propagação das empresas transnacionais que se envolvem em investimento direto estrangeiro (IDE¹) e outras formas de participação económica internacional. Já Moosa (2002), diz que o IDE é o processo pela qual os residentes de um país (país de origem) adquirem propriedade de ativos para a finalidade de controlar as

¹ Irá ser a sigla utilizada para definir o Investimento Direto Estrangeiro (IDE).

atividades de produção, distribuição e outras, de uma empresa noutro país (país hospedeiro). Durante o século XX segundo o mesmo autor (Moosa), o Investimento Direto Estrangeiro foi o que causou maior impacto no desenvolvimento económico. Ainda durante esta época a competitividade existente nos “países destino” e a relação das transnacionais com esses “países destino” também foram importantes preocupações.

Já os autores Costea, Varga e Cinatti (2011), referem que a globalização é como um processo complexo e intensamente ativo que permite ferramentas alternativas para a compreensão não só dos elementos do mundo como uma tendência em desenvolvimento, mas também das economias regionais, sociedades e culturas - como partes de uma “super-rede” altamente integrada (das ideias de comunicação, dos padrões de transporte e do comércio). Segundo os mesmos autores a globalização pode resumir-se à circulação transnacional de ideias, línguas, cultura tradicional e comportamento através de aculturação, como um aspeto, que atravessou o global.

Os autores Narula e Dunning (2010:282) dizem que tem havido, sem dúvida, uma mudança sistémica na economia mundial com a globalização. As Multinacionais, em particular, têm sido conscientes das oportunidades de custo-poupança; de expansão da quota de mercado e de aprendizagem, bem como dos riscos associados a uma maior concorrência. Em geral, elas têm respondido de uma forma proactiva às novas circunstâncias e reorganizaram-se em conformidade. Já os autores Costea, Varga e Cinatti (2011), indicam que:

“As empresas transnacionais continuam a fazer lucros elevados controlando grandes partes do capital global, potencialmente utilizadas para aumentar a produção. Elas geram a maior parte dos bens e exportações de serviços em todo o mundo, fornecendo ou fechando o acesso a diferentes moedas estrangeiras, bem como de produtos, elas são ainda importantes fornecedores de tecnologia e know-how, cavaleiros e peões estratégicos aprimorando o desempenho local e a competitividade ambiental” estes autores dizem ainda que *“a principal questão atualmente se centra no futuro e no papel das transnacionais.”*

Tendo em conta o tema achei bastante útil distinguir os termos “internacional”, “multinacional” e “transnacional”, sendo que, o autor Caves (1971), faz uma distinção bastante perceptível sobre estes três termos, então segundo o autor:

“O termo “empresas multinacionais” evoluiu a partir de mudanças na natureza das operações de negócios internacionais, já o termo “empresa de negócios internacional” refere tradicionalmente a atividade transfronteiriça de importação e exportação, onde os bens são produzidos no mercado interno e, em seguida, exportados para o exterior e vice-versa. Os “braços” estrangeiros de uma empresa multinacional normalmente tem uma base ou moeda funcional diferente, que é a moeda do país onde estão localizados. Isso resulta numa configuração maior moeda e risco financeiro, em geral. Como a atividade transfronteiriça se expande ainda mais, a distinção entre “casa” e “exterior” torna-se turva, existindo dificuldades quanto à identificação do “país de origem”. O que é criada, neste caso, é um “empresa transnacional”.

Resumindo o parágrafo anterior citando os mesmos autores: “as empresas tornam-se multinacionais (ou transnacionais), quando realizam IDE. Assim, o IDE representa uma expansão organizacional interna através da multinacional”. (Caves, 1971). Segundo o Relatório Mundial de Investimento de 1999 – UNCTAD, as empresas transnacionais são incorporadas ou empresas constituídas em sociedade que compõem a empresa-mãe e as suas filiais estrangeiras. A empresa-mãe é definida como uma empresa que controla ativos de outras entidades em países diferentes do seu país de origem, geralmente por possuir uma certa participação de capital próprio.

UNCTAD (1999) distingue ainda subsidiárias, associadas e filiais/sucursais:

“A Filial é uma empresa estabelecida no país de acolhimento em que uma outra entidade detém diretamente mais de metade do poder de voto dos acionistas e tem o direito de nomear ou destituir a maioria dos membros do órgão de administração, direção ou supervisão. A Associada é uma empresa estabelecida no país de acolhimento em que um investidor detém um total de pelo menos 10 por cento, mas não mais do que a metade, do poder de voto dos acionistas. A Sucursal é uma empresa toda ou propriedade conjunta, não constituída no país de acolhimento, que é uma das seguintes opções:

- (i) *Um estabelecimento permanente ou escritório do investidor estrangeiro,*

- (ii) *Uma parceria sem personalidade jurídica ou joint-venture² entre o investidor direto estrangeiro e um ou mais terceiros,*
- (iii) *De terra, estruturas (exceto estruturas detidas por entidades governamentais), e / ou equipamento de imóveis e objetos pertencentes diretamente a um residente estrangeiro,*
- (iv) *Equipamentos móveis, tais como, navios, aviões, gás ou óleo e sondas de perfuração, que operam dentro de um país que, não seja do investidor estrangeiro por pelo menos um ano.”*

1.2. Porque surgiram

Faço ao exposto, podemos concluir que as multinacionais surgiram devido à necessidade de expansão de grandes empresas, à necessidade de exploração de novos mercados (incluindo novos nichos de mercado), à saturação dos mercados nacionais, à exploração de matérias-primas; à necessidade de aumento da quota de mercado para concorrência com outras empresas, entre outras razões. Elas podem ir para outros países, iniciando-se de raiz num determinado país, ou através, de Fusões e Aquisições, isto é, adquirindo uma parte ou a totalidade de uma empresa no país hospedeiro (aquisições) ou unindo-se com uma empresa já existente naquele mercado (fusões).

Aliás, não é de excluir que, muitas vezes, o investimento direto estrangeiro e, portanto, as multinacionais, surjam como resultado de um conjunto de barreiras ao livre comércio colocadas pelos países importadores, que motivam as empresas, antes exportadoras, a dirigirem a sua atividade produtiva para aqueles países em que começam justamente a sentir dificuldades acrescidas às suas exportações.

Mateus e Mateus (2008) consideram como formas de internacionalização das empresas (multinacionais), as fusões e as aquisições, podendo estas ser horizontais, verticais e conglomerados.

As aquisições são formas de adquirir outras empresas (situados no país destino), que estão em risco de falência, ou porque têm falta de inovação para continuar no mercado (por exemplo), ou devido até pelos elevados custos de produção, entre outras situações. Então, as

² Associação de empresas para estudarem certos mercados, sem que haja prejuízo para elas.

aquisições segundo estes dois autores surgem devido à má gestão que origina muitas perdas ou baixos lucros e dividendos, provocando uma queda das ações no mercado bolsista, sendo que outra empresa ao adquirir esta, paga um baixo preço pelas ações, dado isto, ao melhorar a gestão da empresa e os resultados faz com que as cotações subam.

Empiricamente parece demonstrado que nem sempre as aquisições se operam com empresas em risco de falência e, muitas vezes, ocorrem em empresas muito sólidas económica e financeiramente e que dominam um setor específico da atividade que convém a outra empresa controlar. Veja-se, a título exemplificativo, a recente (Fevereiro de 2014) compra da WhatsApp pela Facebook, num negócio superior a 16 mil milhões de dólares norte-americanos.

Já as fusões surgem devido à expansão nos mercados externos por parte das empresas, para beneficiarem, por exemplo, da integração no mercado estrangeiro, com a ajuda de empresas já existentes no mesmo. Os dois autores referenciados, exemplificam as fusões como sendo, por exemplo, duas empresas unirem-se de forma a beneficiar de economias de escala, de um maior mercado, de complementos de produção ou até de mercados novos.

Fusões e Aquisições são classificadas como um tipo de investimento direto estrangeiro (IDE), subdividindo-se em três tipos (segundo os mesmos autores), sendo elas:

Fusões ou Aquisições horizontais: resumem-se ao mesmo ramo de atividade. E segundo os autores realizam-se, com:

- *“O objetivo de aumentar o poder de mercado;*
- *Para melhorar a eficiência, podendo ocorrer esta eficiência se se transferir a empresa de uma gestão menos eficiente para uma gestão mais eficiente;*
- *O adquirir de várias fábricas, que permitem espalhar os custos fixos, reduzir custos de transporte para o mercado final, no caso de cada fábrica ter um produto específico;*
- *A aquisição de outra fábrica que permite à empresa oferecer uma maior gama de modelos sem ter de alterar a cadeia de produção;*
- *Se houver excesso de capacidade na indústria, as fusões e aquisições permitem comprar empresas rivais e fechar as fábricas menos produtivas”.*

Moosa (2002) diz que pode haver dois pontos de vista, o do investidor e o ponto de vista do país de acolhimento, sendo que do ponto de vista do investidor:

“O IDE horizontal realiza-se com a finalidade de expansão horizontal para produzir iguais ou semelhantes tipos de bens no país de acolhimento, assim como no país

de origem, sendo que a diferenciação do produto é o elemento crítico na estrutura do mercado para o IDE horizontal, geralmente este tipo IDE explora mais certas vantagens monopolistas e oligopolistas, como patentes ou produtos diferenciados, especialmente se a expansão em casa era para violar as leis anti confiança.”

As fusões verticais definem-se como entre empresas produtoras e empresas que disponibilizam recursos (matérias-primas). Este tipo de IDE segundo Mateus e Mateus (2008):

“Permite adquirir empresas em que os “recursos são específicos”, em que os investimentos foram feitos para determinado tipo de produção que não pode ser alterado, bem como pode evitar o problema das negociações em pequenos números que são sempre difíceis e com soluções imprevisíveis. Pode também permitir maior informação sobre o mercado do input, ou reduzir custos e aumentar barreiras à entrada, por exemplo, integrando a empresa produtora com a empresa distribuidora.”

Para Caves (1971), o IDE vertical é realizado com a finalidade de exploração das matérias-primas ou para estar mais próximo dos consumidores através da aquisição de pontos de distribuição.”

O último tipo de fusões, os conglomerados não têm ligação de atividades, são completamente distintos. Segundo Mateus e Mateus (2008):

“Tratam-se, de empresas que são formadas por empresas de diferentes ramos da indústria ou serviços e que não têm qualquer relação de complementaridade de mercado ou tecnológica. Este tipo de fusões e aquisições têm como motivos principais: diversificar o risco associado a cada atividade; facilitar a colusão tácita, por a empresa se colocar em diversos mercados que podem vir a negociar entre si; reduzir custos de transação; reduzir custos do capital, na medida em que o conglomerado pode ter um melhor rating no mercado de capitais; ou “construir impérios. Este tipo de fusão e aquisição pode subdividir-se em:

- *Conglomerado do tipo extensão do produto: o adquirente e o adquirido têm alguma relação funcional na produção ou distribuição.*
- *Conglomerado do tipo extensão do mercado: as empresas produzem o mesmo produto mas vendem-no em áreas geográficas diferentes.*
- *Outros tipos de conglomerados: as empresas não têm em geral relação nos produtos que produzem e distribuem.”*

Sendo que para Caves (1971), o IDE de conglomerado envolve tanto IDE horizontal como vertical. Segundo o autor Markusen (2000), também podemos classificar dois tipos de IDE, sendo eles:

“As multinacionais horizontais, que produzem os mesmos bens e serviços em diferentes locais e as multinacionais verticais, que são as empresas que geograficamente fragmentam o processo de produção por etapas.”

Uma das características que este autor também refere é o facto de as multinacionais serem intensivas no uso de capital de conhecimento.

Já os autores Narula e Dunning (2010) referem que ao longo destes 30 anos as empresas multinacionais se tornaram cada vez mais requintadas no que diz respeito à sua gestão e à incorporação das suas atividades através das fronteiras, e até mesmo que as novas e mais pequenas empresas multinacionais estão orientadas para maximizar a sua eficiência transfronteiriça, aproveitando as economias que se extraem desta multinacionalidade.

Criscuolo, Narula e Verspagen (2001), indicam que as operações das multinacionais tendem a envolver várias motivações em simultâneo. Sendo estas motivações explicadas na tabela abaixo indicada.

A Tabela 1 explica a evolução dos motivos/atitude das Multinacionais (ou os motivos para o IDE) ao longo de 30 anos, citando Narula e Dunning (2010):

Tabela 1:

Tipo de IDE	Década de 1970	Década de 2000
A. Procura de recursos	1. Disponibilidade, preço e qualidade dos recursos naturais	1. É como na década de 1970, mas as oportunidades locais para a melhoria da qualidade dos recursos e processamento e transporte da sua produção ser mais um importante incentivo de localização
	2. Infraestrutura, para permitir recursos a serem explorados, e os produtos resultantes a partir deles para serem exportados	2. Disponibilidade de parceiros locais para a promoção conjunta de conhecimento e / ou exploração de recursos de capital intensivo
	3. Restrições do governo sobre o IDE e / ou sobre o capital próprio e remissões de dividendos	3. Empreendedorismo, credibilidade e honestidade de parceiros locais
	4. Incentivos ao investimento, por exemplo, isenções	4. Extensão e qualidade dos mecanismos de fiscalização nacionais

	fiscais	ou regionais
B. Procura de mercados	1. Principalmente no mercado interno, e, ocasionalmente (por exemplo, na Europa), os mercados regionais adjacentes	1. Principalmente grandes e crescentes mercados domésticos, e adjacentes mercados regionais (por exemplo, NAFTA, União Europeia, etc.)
	2. Custos salariais reais; os custos de materiais	2. Disponibilidade e preço de mão-de-obra qualificada e profissional
	3. Os custos de transporte, tarifas e barreiras não tarifárias ao comércio	3. Presença e competitividade das empresas relacionadas, por exemplo, principais fornecedores industriais
		4. Qualidade da infraestrutura nacional e local, e competência institucional
		5. Menos distorções de mercado espacialmente relacionadas, apesar do aumento do papel das economias de aglomeração espacial e instalações de suporte de serviço local
		6. Políticas macroeconómicas e macro - organizacionais, perseguidas por governos anfitriões
		7. Qualidade de normas e padrões locais, e capital social
		8. Crescente importância das atividades promocionais pelas agências regionais ou locais
C. Procura da eficiência	1. Principalmente custo de produção relacionados (por exemplo, trabalho, materiais, máquinas, etc.)	1. Aumento do papel dos governos na remoção dos obstáculos à atividade económica de reestruturação, e facilitar a valorização dos recursos humanos através de programas educacionais e de treinamento adequado

	2. A liberdade de se envolver no comércio de produtos intermediários e finais	2. Disponibilidade de <i>clusters</i> espaciais especializados, por exemplo, parques de ciência e indústria, sistemas de apoio de serviços, etc., e de fatores de produção especializados. Oportunidade para novas iniciativas por parte das empresas de investimento, um ambiente empresarial, e um incentivo à competitividade do reforço da cooperação dentro e entre empresas
	3. Presença de economias de aglomeração, por exemplo, zonas de processamento de exportação	3. Capacidade de localizações para oferecer confiança intensiva, relações pactuam de uma interpessoal, interempresa e empresa / governo tipo
	4. Incentivos ao investimento, por exemplo, incentivos fiscais, depreciação acelerada, subvenções, terrenos subsidiados	
D. Procura estratégica de ativos	1. Disponibilidade de ativos relacionados ao conhecimento e aos mercados necessários para proteger ou melhorar vantagens específicas do investimento das empresas e pelo preço certo	1. Como na década de 1970, mas crescente dispersão geográfica de ativos baseados em conhecimento, e a necessidade das empresas para aproveitar esses ativos a partir de locais no exterior, torna este um motivo mais importante para o IDE
	2. Variáveis institucionais e outros que influenciam a facilidade ou dificuldade com que esses ativos podem ser adquiridos por empresas estrangeiras	2. O preço e a disponibilidade de ativos de "sinergia" para investidores estrangeiros
		3. Oportunidades oferecidas (muitas vezes determinadas por unidades espaciais sub-nacionais) para a troca de conhecimento tácito localizado, ideias e aprendizagem

		interativas
		4. O acesso a diferentes culturas, instituições e sistemas de valores, e diferentes exigências e preferências dos consumidores
		5. Capacidade de estabelecer relações produtivas com as empresas adquiridas

(entre 1970 e início de 2000)

Tendo em conta diferentes leituras, pude concluir que devido à forte globalização que se sentiu as empresas transnacionais na década de 1980 fizeram uma grande adoção de estratégias.

As empresas transnacionais passaram por diferentes ambientes globais/mundiais, identificando-se, segundo um estudo empírico realizado pelos autores Segafi-Nejad e Perlmutter (1981) (e comparando com a Tabela 1), quatro fases, sendo elas:

- *“A era do Laissez faire (1900-1960): nesta época a maioria das empresas transnacionais entrou nos países para procurar e explorar os recursos naturais. Muitos governos estavam preocupados com as tarefas essenciais da construção da nação,*
- *A era restritiva/unilateral (1970): muitos países reagiram às empresas transnacionais, instituindo leis altamente restritivas, envolvendo-se em expropriação e nacionalização de ativos estrangeiros.*
- *A era competitiva/de braços abertos (iniciada no final de 1970): os países estão a liberalizar o seu IDE e as políticas e procedimentos relacionados com a esperança de atrair os capitais cada vez mais escassos, tecnologia, acesso ao mercado, e habilidades gerenciais de empresas transnacionais.*
- *Regime Multilateral (2000): apareceu durante algum tempo em que algumas regras multilaterais, culminando num sistema ou regime de envolvimento internacional, eram iminentes. Tais regras sendo lentas a surgir, foram subjugadas. No entanto, a complexidade das questões que transformaram a economia global de hoje e que as transnacionais enfrentam, bem como a necessidade urgente de regras mutuamente aceitáveis e benéficas ditadas de compromisso que o próximo passo lógico é a continuação deste processo evolutivo em direção a uma integração de diversas e muitas*

vezes regras contraditórias, políticas e procedimentos num coerente e multilateralmente formulado regime.”

1.3. Funcionamento deste tipo de Empresas

Uma Transnacional tem uma empresa-mãe no país de origem (geralmente é a sede da empresa), e dele, expandem-se para o país/países de destino.

Andreff (2001) também refere que numa visão alargada, a atracção tende a englobar todos os contratempos e handicaps do país-hospedeiro, compreendendo as vantagens comparativas, o clima de investimento, o risco-país e a qualidade das empresas locais suscetíveis de ser adquiridas pela Multinacional. O mesmo autor diz ainda que, de acordo e citando Jacquemont e Matisson (1990)³, que os fatores que influenciam o modo de controlo das filiais estrangeiras são a extensão da Multinacional e a sua forma de organização, a sua origem nacional, a parte de capital detido pela Multinacional, o risco do país-hospedeiro e os resultados de exploração.

Segundo Sagafi-Nejad (1995) os intitulados "Relatórios de Investimento Mundial" publicados anualmente desde 1991 pelas Nações Unidas, confirmam o que sabemos de outras fontes, isto é, as empresas transnacionais tornaram-se centrais organizadoras das atividades económicas, bem como os principais atores na formação da divisão internacional de trabalho. As transnacionais desempenham este papel através do IDE, bem como através de uma variedade de relacionamentos não patrimoniais com empresas dos países de acolhimento.

Segundo Lall e Streeten (1977), identificam-se algumas características das empresas multinacionais, são elas:

- *“As multinacionais são predominantes em certas indústrias monopolistas e oligopolistas e caracterizam a importância do marketing e da tecnologia;*
- *Os seus produtos são novos, avançados e servem para consumidores que têm elevados rendimentos e gostos sofisticados, sendo sensíveis às técnicas modernas de marketing;*
- *As técnicas de produção que as multinacionais usam são as mais avançadas nos seus respetivos campos;*
- *A expansão de uma Multinacional tende a reproduzir as situações de oligopólio das Multinacionais no mercado interno;*
- *O amadurecimento das empresas multinacionais podem trazer com ele, várias práticas comerciais para reforçar uma posição dominante no mercado;*

³ *Em La Firme multinationale; une introduction économique, Économica.*

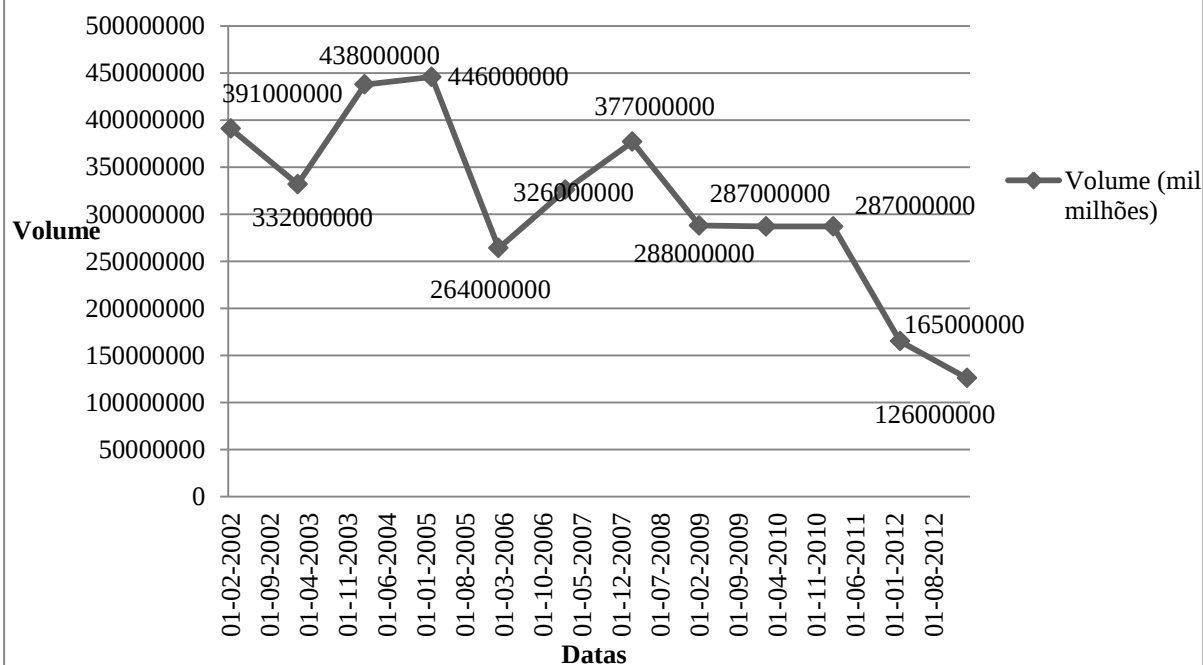
- *As multinacionais são atraídas pelas grandes e crescentes economias, com condições políticas razoavelmente estáveis;*
- *A evolução organizacional das empresas multinacionais leva a uma centralização das funções, tais como finanças, marketing e pesquisa;*
- *As multinacionais preferem a posse completa ou maioritária das subsidiárias;*
- *O crescente papel internacional das empresas multinacionais tem importantes implicações na estrutura de poder sociopolítico em países desenvolvidos e em desenvolvimento.”*

Existem índices que acompanham o mercado em todo o mundo, nomeadamente os efetuados pela *Morgan Stanley Capital International (MSCI)*, Estes índices, segundo o glossário da *American Funds*⁴ são ponderados pelo valor de mercado e incluem vários países, regiões e sectores, em países desenvolvidos ou em desenvolvimento. O Índice Multinacional Morgan Stanley é muito diversificado, em 50 grandes *stocks* de capitalização projetados para medir o desempenho das empresas. Decidi analisar treze anos e tive de separar dois gráficos, um para o volume das multinacionais, e o outro para os preços, pois existe uma grande variação entre os preços (em centenas), e o volume (mil milhões), assim para conseguir analisar, tive de realizar dois gráficos, e neles analisei treze anos, com a ajuda do MSCI, consegue-se ter estes dados e obter-se, os gráficos à frente expostos.

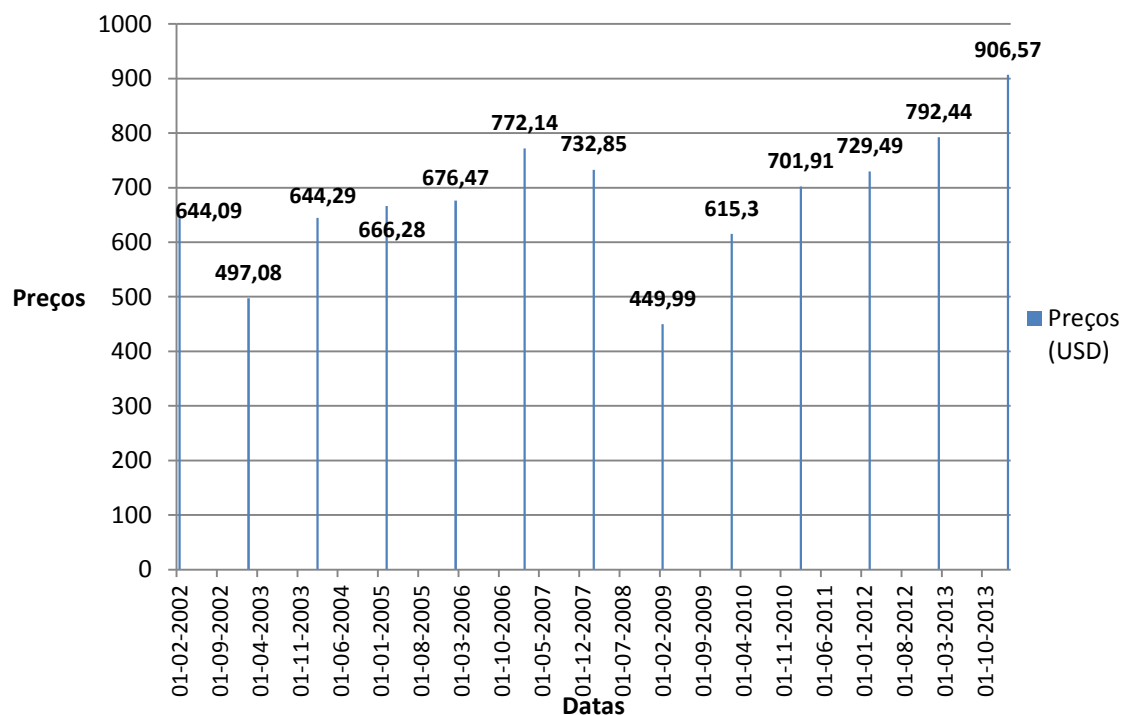
Data	Último Preço (USD)	Volume (mil milhões)
19-02-2002	644,09	400000000
19-02-2003	497,08	391000000
19-02-2004	644,29	332000000
18-02-2005	666,28	438000000
17-02-2006	676,47	446000000
20-02-2007	772,14	264000000
19-02-2008	732,85	326000000
19-02-2009	449,99	377000000
19-02-2010	615,3	288000000
18-02-2011	701,91	287000000
17-02-2012	729,49	287000000
19-02-2013	792,44	165000000
19-02-2014	906,57	126000000

⁴ Glossário consultado em <https://www.americanfunds.com/resources/glossary.m.html>

Desempenho das Multinacionais



Desempenho das Multinacionais



Ao analisarmos o gráfico, conclui-se que o desempenho das multinacionais tem vindo a diminuir ao longo dos anos. Tem altos e baixos, mas tem vindo a baixar gradualmente. Isto é, à medida que os preços aumentam, o volume diminui e o seu desempenho automaticamente diminui também.

1.4. Vantagens e Desvantagens de uma Multinacional

De acordo com Mateus e Mateus (2008) as empresas transnacionais surgiram, juntamente com a globalização. Assim, facilmente capturam as oportunidades criadas pelas divergentes e desequilibradas políticas governamentais, estrategicamente posicionaram-se e ganharam o controlo do cruzamento entre a arbitragem do trabalho geográfico e o crescimento do consumo.

Podemos classificar como desvantagem o facto de “quanto maior a importância estratégica das atividades planeadas num determinado local, maior será o custo de uma decisão errada para a empresa, tanto de uma perspetiva económica como estratégica e, portanto, maior é a antecipação dada a esses investimentos e maior a estagnação da localização e inclinação para locais existentes comprovados.” (Narula e Dunning, 2010).

Wang e Yu, (2007) dizem que:

“Em primeiro lugar, as empresas multinacionais podem ter um baixo custo marginal por utilizarem as vantagens do seu país (seja na forma de publicidade, marcas, ativos tecnológicos, ou o conhecimento de redes). Tais vantagens de multinacionalidade e tamanho simplesmente não estão disponíveis para as empresas menores. E em segundo lugar, eles podem ser muito mais agressivo e flexível na utilização destas vantagens, não sendo coagidas com a inércia que deriva de ser integrado ao sistema local, e as obrigações políticas e sociais dependentes do caminho de associados.”

Segundo Stulz (2005) a má governação impede os investidores de receber o retorno total sobre o investimento, porque terceiros podem apanhar os frutos desses investimentos, antes destes serem recebidos, este autor dá ainda o exemplo de que os acionistas que controlam uma empresa num determinado país podem desviar os ganhos para o seu próprio lucro ao invés de os usarem para dar retorno aos investidores externos.

Na minha opinião, uma empresa ao ser transnacional, cria uma desvantagem relativamente aos seus lucros, porque suponhamos que todas as filiais obtêm lucros (ou seja,

não se resumem só a ser uma filial dedicada à produção, ou alteração de matérias-primas), a empresa mãe ao não ter uma boa estratégia de governação, pode deixar que ocorram desvios de dinheiro (lucro) por parte dos acionistas que operam nessas filiais.

Podemos classificar as empresas multinacionais como instrumentos de desenvolvimento económico ou “motores de crescimento.” (Sagafi-Nejad, 1995). Este autor indica ainda que:

“Que as empresas transnacionais também são os principais atores do desenvolvimento de tecnologias, isto é, as empresas transnacionais promovem o crescimento através de transferência de tecnologia e em alguns casos, as empresas transnacionais contribuem para a transferência de tecnologia e do crescimento através da investigação e desenvolvimento local (R & D) feito pelas filiais, estimulando o desenvolvimento de tecnologia de instituições de I & D locais e o impacto de repercussões sobre a eficiência produtiva das empresas do país anfitrião.”

Uma outra possível vantagem indicada pelo autor referido anteriormente é a melhor capacidade de gestão, uma vez que as transnacionais contribuem para um melhor desenvolvimento de recursos humanos nos países de destino, ou seja, criam emprego, além de que contribuem para que estas pessoas ofereçam à empresa o seu conhecimento tecnológico, profissional e pessoal. Uma outra vantagem, é que “as empresas transnacionais têm dado um contributo significativo para o crescimento dos países de acolhimento por meio de exportações, especialmente de produtos tecnologicamente avançados, tais como maquinaria elétrica e não elétrica e equipamentos de transporte.” (Sagafi-Nejad, 1995). Já Dunning (1977) indica que para a empresa ter vantagens deve:

“Ter um produto ou um processo de produção de tal forma que a empresa goze de alguma vantagem de poder de mercado nos mercados estrangeiros, assim como a empresa deve ter um motivo para querer localizar a produção no exterior ao invés de concentrá-la no país de origem, especialmente se houver economias de escala ao nível do projeto e por último, a empresa deve ter um motivo para querer explorar a vantagem da propriedade internamente, em vez de licença ou venda do seu produto /ou processo, para uma empresa estrangeira.”

Segundo UNCTAD (1999) as transnacionais podem ter vantagens e desvantagens, sendo que este relatório identifica as seguintes vantagens:

- *“As filiais estrangeiras têm várias vantagens potenciais sobre empresas locais nos países de acolhimento que estão em desenvolvimento, no que diz respeito ao acesso e servindo os mercados estrangeiros;*
- *Os custos de produção ao serem idênticos, eles podem exportar mais de uma economia de acolhimento do que das suas contrapartes locais, os produtos onde as vantagens de marketing são significativas;*
- *As filiais tiram vantagens por fazerem parte de uma transnacional, logo podem ser capazes de utilizar a rede de distribuição física do sistema ou explorar as ligações da sua empresa mãe com os clientes;*
- *A empresa mãe pode ter fortes ligações com os compradores nos países importadores, tais ligações são importantes na obtenção de encomendas de produtos industriais personalizados ou projetos (exemplo de bens de capital, componentes especializadas ou plantas com chave na mão);*
- *Filiais estrangeiras também enfrentam menores custos de transação e têm outras vantagens de marketing na exportação do que as empresas locais, têm também acesso a nomes consagrados da marca, armazenagem, equipamentos de transporte e ligações de marketing, financiamento do comércio e canais estrangeiros;*
- *Filiais podem muitas vezes usar nomes de marca estabelecidos, que são importantes em produtos de consumo diferenciados;*
- *Concorrentes de empresas locais enfrentam uma desvantagem grave em ter que vender produtos sem marca, a menos que eles sejam capazes de investir grandes somas necessárias para desenvolver marcas independentes que a distribuição e a manutenção exigem, sendo assim ou a TNC está disposta à franquia ou a licença de uso da sua marca;*
- *Algumas empresas de países em desenvolvimento ganham tamanho e espalham-se para construir marcas globais, mas eles são poucos e principalmente de economias avançadas recém-industrializadas;*
- *TNCs permitem que as empresas independentes possam vender sob as suas marcas, com fabricação de equipamento original, arranjos como em eletrónica, ou sob a subcontratação internacional, como o vestuário.”*

Helleiner (1989) diz que as empresas estrangeiras podem ter um acesso mais fácil aos mercados dos países desenvolvidos, ou enfrentar tarifas mais baixas nesses países, devido à entrada de empresas-mãe, sendo que uma importante forma de acesso é o tratamento favorável do processamento no exterior (com deveres impostos somente sobre o valor acrescentado no exterior). Esta forma é favorecida por empresas transnacionais que buscam

mudar os processos de trabalho intensivo em áreas de baixos salários para manter a competitividade.

Ainda segundo o Relatório Mundial de Investimento de 1999 (UNCTAD, 1999), identificam-se as seguintes desvantagens:

- *“Podem existir custos para a competitividade das exportações;*
- *As empresas associadas têm de obedecer à terceirização e a padrões de localização impostos pela empresa-mãe;*
- *As transnacionais são mais propensas a insumos⁵ de origem, como as importações do exterior, isto pode ser de outras filiais da rede transnacional, ou de fornecedores estabelecidos com base no país de origem ou em países terceiros. A alta propensão de importação das afiliadas é observada em ambos os sectores de baixa e alta tecnologia – no primeiro caso, as filiais são muitas vezes limitadas ao processamento de insumos importados, no segundo caso, porque a produção das filiais é de capital intensivo e exige insumos sofisticados que não estão disponíveis localmente;*
- *Quando as empresas-mãe têm uma estratégia regional ou global, as filiais não podem escolher se desejam exportar, ou, se o fizerem, quais os mercados para servir;*
- *As empresas transnacionais não incentivam a concorrência entre filiais, sendo que, onde eles têm filiais em diferentes mercados, eles podem proibir as exportações concorrentes, existindo a possibilidade de que, num mercado liberal, as empresas transnacionais possam centralizar a produção em apenas algumas instalações de grande escala, e de acordo com isso impulsionar as exportações de filiais, mas isto reduz ou elimina as exportações de outros, convertendo-os em vendas ou em bases de montagem final. Apenas na medida em que o processo é cumulativo, a vontade de sucesso das filiais permitirá aprofundar as suas capacidades e puxar mais além que os outros. Nestas circunstâncias, as empresas locais podem realmente fazer melhor do que as filiais que operam como parte de uma rede transnacional, porque eles não estão sujeitos a tais decisões de acesso ao mercado. No entanto, para tirar proveito da sua liberdade devem ter capacidades tecnológicas e de marketing para dar resposta a concorrentes transnacionais.”*

⁵ Elemento ou conjunto de elementos que entra na produção de bens ou serviços – definição segundo <http://www.priberam.pt>.

Assim como existiram prós, também existiram contras em relação à expansão e à existência das multinacionais, cita o autor Sagafi-Nejad (1995) que críticos como Barnett e Muller (1974) sustentaram que essas entidades eram exploradoras, criavam dependências, incentivaram padrões de comportamento indesejáveis em consumidores e produtores e, quando se referem a dependências, designam as dependências que estas empresas causam aos países em desenvolvimento.

2. O Risco

O risco está presente na nossa vida cotidiana, na maior parte das situações, não sendo, pois, de estranhar que também ele seja fundamental para as empresas e, em particular, para as áreas financeiras dessas empresas.

Para conseguirmos tomar decisões acertadas temos, portanto, de identificar, analisar e, se necessário, transferir os riscos que se colocam em variadíssimas situações.

Segundo o Comité de Mercado dos Valores Mobiliários, “Risco é o nível de incerteza quanto à taxa de rentabilidade que um dado investimento ou aplicação financeira irá proporcionar.” Como essa incerteza surge em função de várias situações, existem diferentes tipos de risco.

Segundo *The Institute of Risk Management* (2010) os riscos podem afetar uma organização a curto, médio e longo prazo. Estão relacionados com as operações, as táticas e a estratégica, ou seja, a estratégia define os objetivos de longo prazo da organização, sendo o seu “calendário” estratégico de 3 a 5 anos, ou mais. Já as táticas definem como a organização pretende alcançar a mudança, sendo os riscos táticos associados a projetos, fusões, aquisições e desenvolvimento de produtos. As operações são as atividades “diárias” da organização.

FERMA⁶ (2003) indica que Risco pode ser definido como a combinação da probabilidade de um evento e suas consequências.

⁶ Federation of European Risk Management Associations

2.1. Tipologia dos Riscos Financeiros

Como indica o autor Suaréz (1977) o risco financeiro é o que surge quando uma empresa contrai dívidas, sobretudo quando se trata de dívidas a médio e longo prazo, diferenciando-se do risco económico por este, como o autor diz, ter origem em todas as circunstâncias ou eventualidades que afetam o resultado da exploração e que fazem com que a empresa não possa garantir a estabilidade desse resultado.

Segundo o BIS, em *Organização do BIS - Relatório anual nº83* (2013), os principais componentes do risco de mercado são: o risco de preço, o risco de taxa de juro e o risco cambial.

Existem diferentes tipos de riscos desde os riscos operacionais, ambientais até aos financeiros, e é nestes últimos que me vou focar, sendo que os riscos financeiros se dividem em risco de liquidez, risco de crédito, risco de mercado (ou risco de preço) e risco legal (também conhecido por risco político).

Dado o tema deste trabalho irei focar-me principalmente no risco de preço, que é um risco que se classifica como risco financeiro, dentro do risco de mercado, sendo que se divide em dois tipos: o risco da variação do preço das *commodities* e o risco da variação do preço das ações.

Antes de me focar apenas no Risco de Preço, vou definir alguns tipos de riscos financeiros.

2.1.1. Risco de Crédito

O Risco de Crédito é “o risco de que um participante de um instrumento financeiro não venha a cumprir uma obrigação e faça com que o outro participante incorra numa perda financeira.” (Regulamento (CE) N.º 2237/2004 da Comissão de 29 de Dezembro de 2004). Tendo em conta o Banco Banif – Banco Internacional do Funchal, S.A., o Risco de Crédito consiste na possibilidade das entidades emitentes dos instrumentos financeiros não honrarem o compromisso de pagar aos investidores (ou não pagarem nas datas previstas) o capital investido e os juros ou outros rendimentos (se aplicável). O risco de crédito também é designado por risco de incumprimento.

2.1.2. Risco de Liquidez

Tendo em conta o Regulamento (CE) N.º 2237/2004 da Comissão de 29 de Dezembro de 2004, o Risco de Liquidez sendo também referenciado como Risco de Financiamento, é o risco de que uma entidade venha a encontrar dificuldades na obtenção de fundos para satisfazer compromissos associados aos instrumentos financeiros. O risco de liquidez pode resultar de uma incapacidade de vender rapidamente um ativo financeiro no fecho do mercado pelo seu justo valor. Já o Banco Banif – Banco Internacional do Funchal, S.A., comenta que o Risco de Liquidez decorre da falta de oportunidades para resgatar ou alienar o instrumento financeiro, impedindo o investidor de recuperar, no momento pretendido, parte ou a totalidade do capital investido. Pode ainda ocasionar que apenas seja possível recuperar o montante investido incorrendo numa penalização no respetivo preço.

Segundo BIS – The Joint Forum, *The management of liquidity risk in financial groups* (2006), os produtos e atividades que dão origem ao risco de liquidez incluem derivados, outros instrumentos fora do balanço, e os contractos de balanço com possibilidade de opção embutida. O BIS diz também que além disso, certas tendências de mercado servem para aumentar a quantidade de risco de liquidez a que as empresas estão expostas. Estes incluem mudanças nas fontes de financiamento e maior consciência do cliente pelas opções de produtos.

2.1.3. Risco Politico

Este risco pode surgir se os países onde as empresas estiverem envolvidas forem “problemáticos”, sendo o risco ponderado pelos bancos e pelos acionistas e subdividindo-se em Risco País e Risco Empresa,

O Risco País afeta todas as empresas situadas nesse país e pode, por exemplo, assumir a forma de expropriação⁷ legal no direito internacional, desde que o país pague o preço justo pela empresa que expropriou. Apesar de raramente esta situação ocorrer (normalmente a expropriação não é feita a valores e mercado) se ocorrer é provável que o pagamento em títulos de dívida pública de longo prazo do país que expropria, cujo valor é naturalmente incerto.

O Risco Empresa afeta uma determinada empresa estando relacionado com diferentes objetivos ao nível empresa/governo, ou seja, a empresa está preocupada com os seus

⁷ Significa um ato de tirar algo a alguém em troca de indemnização.

acionistas e o governo do país está preocupado com o equilíbrio da balança, com os recursos naturais, com o emprego e com a inflação, até mesmo com a corrupção existente.

3. Risco de Preço

Por fim chego ao risco de preço que Segundo o Regulamento (CE) N.º 2237/2004 da Comissão de 29 de Dezembro de 2004, este risco é o risco de que o valor de um instrumento financeiro venha a flutuar como resultado de alterações nos preços de mercado quer essas alterações sejam causadas por fatores específicos do instrumento individual ou do seu emitente quer por fatores que afetem os instrumentos negociados no mercado.

Já o Banco Banif – Banco Internacional do Funchal, S.A., tem a opinião de que o Risco de Preço ocorre da variação do preço (da cotação) do instrumento financeiro, podendo verificar-se que a venda do instrumento financeiro seja efetuada a um preço inferior ao preço a que foi adquirido.

Segundo o BIS⁸ em *Recommendations for Central Counterparties* (2004), o risco de preço é avaliado através da análise de movimentos históricos dos preços, fazendo-se inferências sobre a capacidade dos movimentos futuros dos preços. Já para a CMVM⁹ o Risco de Preço ocorre quando um investidor adquire um instrumento financeiro com maturidade superior ao horizonte temporal do seu investimento. Devido a isto, o cancelamento do investimento implica a venda do instrumento financeiro no mercado secundário a um preço que é desconhecido no momento em que o investimento é concretizado.

Comecemos do início, relacionando a matéria que aprendi ao longo da minha formação académica. Preço é o valor cobrado pela empresa, por um serviço ou produto prestados, sendo este pago pelo consumidor. Os Instrumentos Financeiros, segundo a CMVM no seu glossário, são instrumentos de investimento que incluem os valores mobiliários, os instrumentos financeiros derivados, os instrumentos do mercado, entre outros que são incluídos na Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros.

Segundo a Investopedia¹⁰, o Risco de Preço é o risco de declínio do valor de um título ou de uma carteira, dizendo-nos também que um risco de preço específico para um ativo pode ser minimizado através da diversificação, ou enquanto inevitável, pode ser minimizado

⁸ Bank for International Settlements

⁹ Comissão de Mercado de Valores Mobiliários em

[http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/Gloss%C3%A1rio_300611%20\(2\).pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/Gloss%C3%A1rio_300611%20(2).pdf)

¹⁰ Em <http://www.investopedia.com>

através da utilização de técnicas de cobertura. Refere ainda que o Risco de Preço pode também depender da volatilidade dos títulos de uma carteira, ou seja, se o investidor detém uma carteira diversificada corre menos risco.

Existem algumas maneiras de gerir este tipo de risco ou de minimizar o seu impacto, nomeadamente através da compra de opções de venda ou da implementação de estratégias mais agressivas.

Segundo a mesma fonte de informação (Investopedia), reportando-se ao exemplo das *commodities* existem fatores que podem afetar os respetivos preços, como mudanças políticas e regulatórias, variações sazonais, clima, tecnologia e condições de mercado, sendo que este risco de preço das *commodities* pode ser coberto por grandes consumidores. A Investopedia refere ainda que as mudanças inesperadas nos preços das *commodities* podem reduzir a margem de lucro do produtor e fazer o orçamento difícil, uma vez que um insumo para a produção de *commodities* incluem matérias-primas como o algodão, milho, trigo, óleo, cobre, alumínio, petróleo e aço. Sendo que os produtores podem proteger-se de flutuações nos preços das matérias-primas através da implementação de estratégias financeiras que vão garantir o preço de uma mercadoria ou fixando um preço. Ainda refere que os futuros e as opções são dois instrumentos de cobertura muito usados para proteger contra este tipo de risco de preço.

Os autores Zsidisin, G. e Hartley, J. (2012) dizem que os movimentos dos preços sendo significativos acabam por afetar todas as organizações de negócios, não só a forma de compras de matérias-primas, como componentes e subconjuntos que contenham esses produtos, mas também em todas as áreas de apoio necessárias para que a empresa opere.

Estes autores dão como exemplo¹¹, uma empresa de produtos alimentares, como a Kellogg's que:

“Está exposta ao risco de preço de milho, soja, açúcar e cacau que são usados nos seus produtos; ao risco de preço do papel e plásticos usados nos seus materiais para as embalagens; ao risco de preço do gás natural utilizado como energia de fabricação, e ao risco de preço do óleo diesel para o transporte na sua rede de distribuição. Sendo que a volatilidade dos preços pode afetar positiva ou negativamente as estruturas do produto-custo de fornecedores de uma organização, estes fornecedores tendo a capacidade para gerir a volatilidade dos preços, pode influenciar ainda mais a sua capacidade de atender às exigências dos clientes. Se as flutuações de preços não forem bem geridas, pode resultar em questões como pedidos de aumento dos preços, atrasos e até mesmo ruturas de abastecimento, sendo que isto se acontecer afeta negativamente as estruturas globais de custos e opções de fornecimento de aquisição de empresas.”

¹¹ Através de Kellogg's 2010 annual report (2010), p. 6.

Zsidisin e Hartley (2012) dizem que no entanto, a volatilidade dos preços das *commodities* também oferece oportunidades para o sucesso. Organizações que gerenciam eficazmente o risco da volatilidade dos preços das *commodities* pode melhorar o desempenho, enriquecendo a linha de fundo financeiro, nivelando o fluxo de caixa no orçamento, aumentando o valor de produto e *design* de processo e melhor se prepara para negociações. E ao compreender eficazmente a gestão do risco de preço, pode-se alcançar uma vantagem competitiva para a organização. Estes autores dizem ainda, que, a capacidade das empresas para prever os movimentos de preços das *commodities* de curto e longo prazo, e para aplicar a estratégia adequada para a sua gestão pode ajudar a criar estabilidade na estrutura de custos das empresas. Segundo os mesmos autores, gestores da cadeia de fornecimento em toda a organização precisam entender como avaliar e gerir o risco de preço de forma eficaz, sendo que ao gerir eficazmente o risco de preço, eles podem reduzir as consequências negativas e aproveitar as oportunidades para melhorar o desempenho.

Os dois fatores essenciais que demarcam a exposição da organização ao risco de preço de *commodities* são:

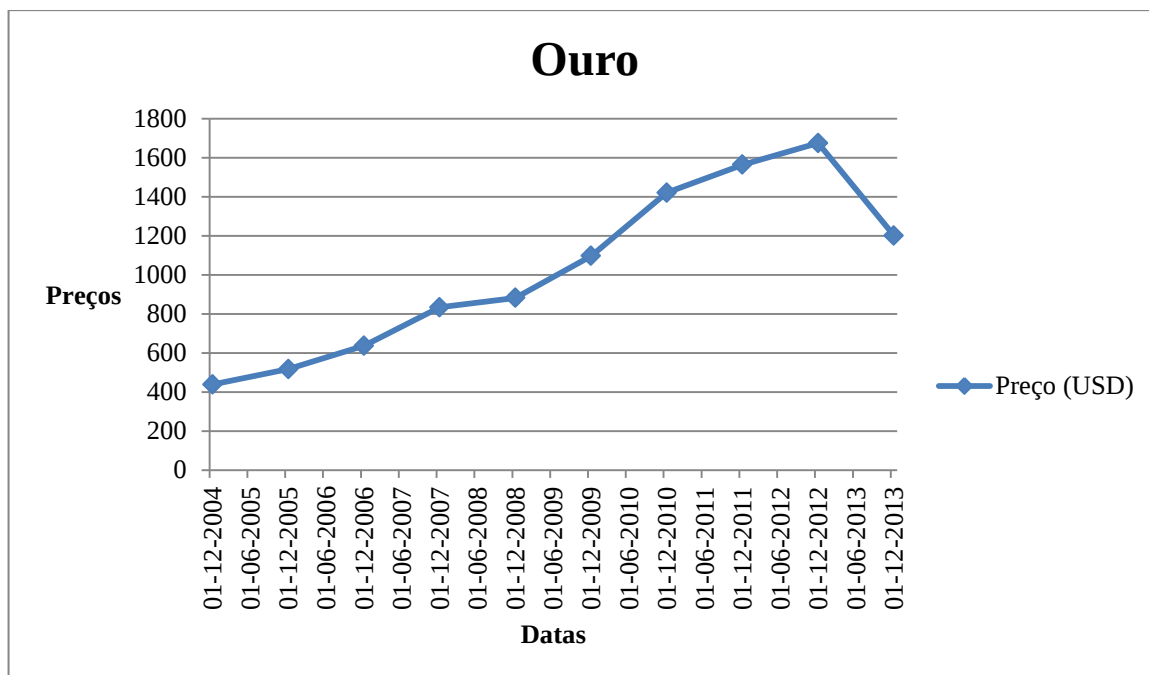
- Nível de dependência,
- A extensão da volatilidade nos preços.

Então, para uma empresa não correr riscos, ou pelo menos para tentar minimiza-los, tem que criar e manter uma boa gestão de riscos.

Escolhi, para evidenciar o risco de preço, uma apresentação sumária do ouro, do petróleo (*dated brent*) e da cotação do Euro/Dólar.

Sendo assim, vou apresentar gráficos, que exemplificam o comportamento no mercado de cada um dos produtos. Os dados sobre estes produtos derivados foram retirados de *bloomberg*¹².

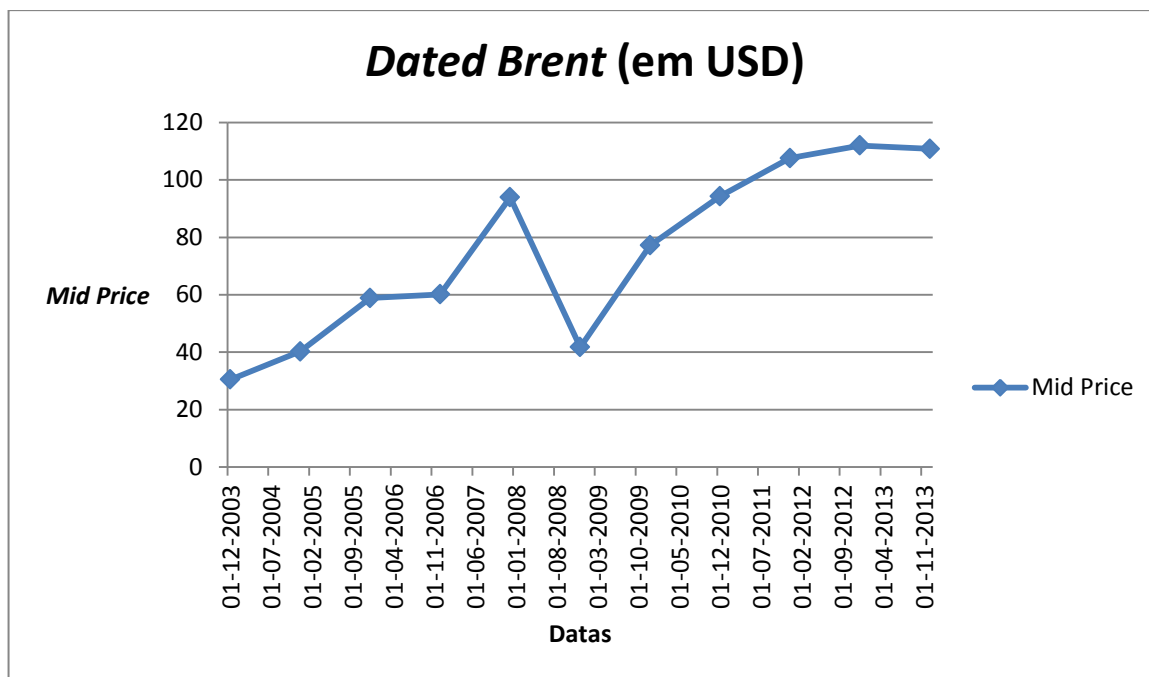
¹² Provedor mundial de informação para o mercado financeiro. (<http://www.bloomberg.com/>)



Como podemos concluir o preço do Ouro tem vindo a aumentar até final de 2012 e desde então tem vindo a decrescer. Este gráfico foi feito com os seguintes valores apresentados na seguinte tabela.

Datas	Último Preço
31-12-2003	415,45
31-12-2004	438,45
30-12-2005	517
29-12-2006	636,7
31-12-2007	833,7
31-12-2008	882,05
31-12-2009	1096,98
31-12-2010	1421,4
30-12-2011	1564,91
31-12-2012	1675,35
31-12-2013	1201,64

Fonte: bloomberg

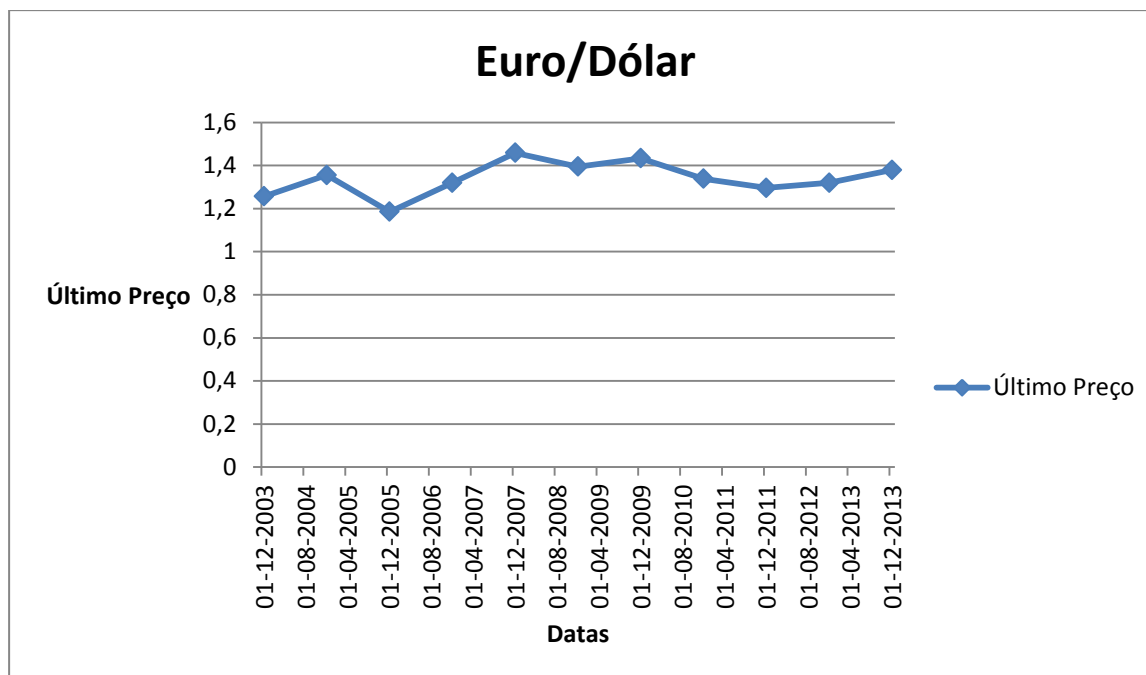


O *Dated Brent*, ao longo dos anos tem vindo a ter altos e baixos, o preço desta *commoditie*, ao longo do ano 2008 teve uma grande queda, devido à grande crise económica e financeira que aconteceu e que ainda está presente nos mercados. Em 2009 começou a subir novamente e lentamente, apesar de que em 2013 desceu, mas muito pouco. Gráfico realizado de acordo com estes dados.

Data	Mid Price
31-12-2003	30,48
31-12-2004	40,24
30-12-2005	58,87
29-12-2006	60,13
31-12-2007	93,89
31-12-2008	41,76
31-12-2009	77,2
31-12-2010	94,3
30-12-2011	107,58
31-12-2012	111,94
31-12-2013	110,82

Fonte: bloomberg

Por fim, vou referenciar valores da cotação Euro/Dólar.



A cotação Euro/Dólar como podemos verificar não sofreu grandes alterações nestes últimos 10 anos. De 2005 para 2006 foi onde se deu uma queda mais acentuada e uma outra quebra foi em 2008, mas mesmo com a crise financeira que se sentiu a variação foi quase zero (a curva mantém-se mais ou menos coerente, não tem nem quebras nem “picos”). O gráfico acima apresentado foi realizado com a ajuda dos valores apresentados na próxima tabela.

Data	Último Preço
31-12-2003	1,2564
31-12-2004	1,3554
30-12-2005	1,1849
29-12-2006	1,3197
31-12-2007	1,4583
31-12-2008	1,3951
31-12-2009	1,4331
31-12-2010	1,3384
30-12-2011	1,2961
31-12-2012	1,3197
31-12-2013	1,3789

Fonte: bloomberg

4. Gestão de Riscos

Há alguns anos que, as empresas multinacionais têm adotado estratégias para gerir os seus riscos, formas para evitá-los, maneiras de analisá-los e utilizam instrumentos que ajudam a gerir riscos. Devido à necessidade de gestão de riscos surge então, além de outras coisas a ISO 31000 – “*Risk Management*” (Princípios e Diretrizes), “este documento ajuda a uma boa e estruturada implementação da Gestão de Riscos empresarial”. (The Institute of Risk Management, 2010)

Segundo o instituto referido no parágrafo anterior, o principal foco da gestão de risco, é a avaliação de riscos e a implementação de respostas aos riscos adequados e o seu objetivo é obter o máximo valor sustentável de todas as atividades da organização.

“A gestão de riscos é uma parte central da gestão estratégica de qualquer organização. É o processo pelo qual as organizações metodicamente abordam os riscos inerentes às suas atividades, com o objetivo de alcançar benefício sustentado dentro de cada atividade e em todas as atividades.” (FERMA, 2003)

Dado que o risco não é todo igual, torna-se importante geri-lo, daí que surge a Gestão de Riscos, exatamente para abranger todos os tipos de riscos, considerando o que Reis (2007) diz, o Risco existe, importa, agora, gerir o risco, o que implica a necessidade de o conhecer, de o aferir para controlá-lo. Sabemos que a Gestão de Risco tem de estar em conformidade com o tamanho da organização, ou seja, os riscos de uma multinacional são diferentes dos riscos de uma pequena empresa, assim cada uma tem a sua estratégia de gestão de riscos.

Como para gerir o risco é importante aplicar instrumentos derivados, Miller (1986) diz-nos, que os mercados de derivados podem ser vistos, nesta perspetiva, como uma gigantesca apólice (mercado) de seguros de riscos financeiros.

Sabendo que o risco de preço abrange determinados produtos, como ouro, café, petróleo e até ações (entre outros), torna-se importante gerir este risco, assim Zsidisin e Hartley (2012) referem que a gestão do risco de preço das *commodities* é importante devido às empresas estarem expostas a riscos financeiros derivados da volatilidade dos preços das *commodities*. Os mesmos autores referem ainda que a exposição ao risco pode ser direta ou indireta, sendo que a exposição direta se relaciona com os preços pagos pelas matérias-primas transformadas em produtos vendidos para os clientes, ou pode ser indireta quando se relaciona com maiores custos de energia e transporte.

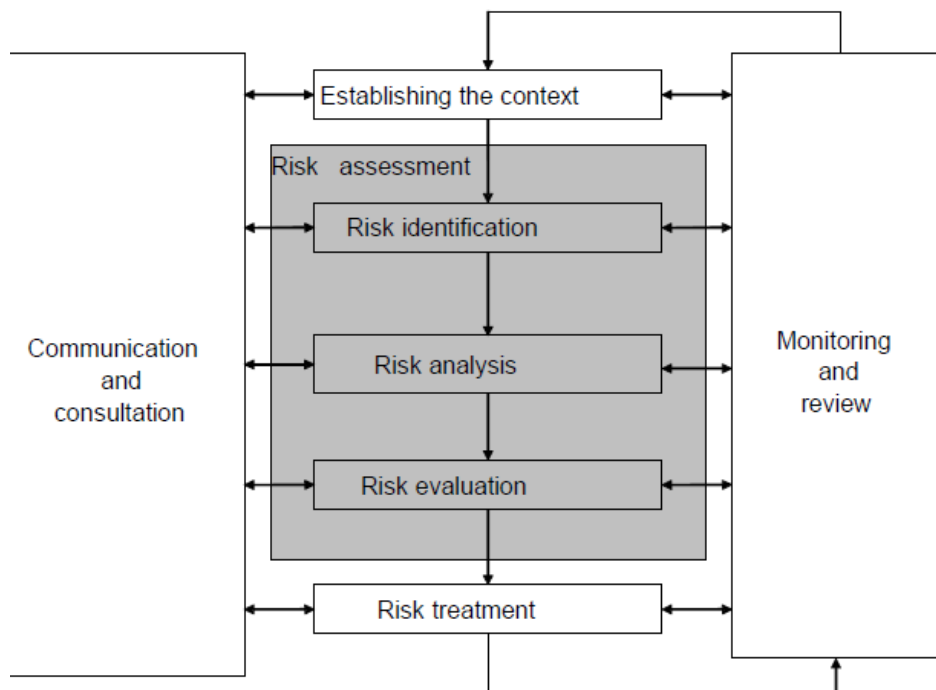
Referindo Jorge (2004) a cobertura de riscos financeiros surge no contexto da gestão financeira das empresas, num movimento que foi muito impulsionado pela globalização da

economia, a livre circulação de bens, pessoas, serviços e capitais na atual União Europeia, e a passagem para o Euro (União Económica e Monetária).

Assim, uma empresa tem de adaptar a sua gestão de riscos às suas necessidades. Sendo que uma boa gestão de riscos inclui “o cumprimento, a garantia e a melhor tomada de decisão, proporcionando assim benefício por meio da melhoria da eficiência das operações, a eficácia dos projetos de mudança (táticas) e a eficácia da estratégia da organização.” (*The Institute of Risk Management*, 2010)

“Gerir bem o risco pode afetar a probabilidade e as consequências de riscos materializados, assim como pode proporcionar benefícios relacionados a decisões estratégicas, a entrega bem-sucedida da mudança e o aumento da eficiência operacional. Sendo outros benefícios: a redução do custo do capital; relatórios financeiros mais precisos, vantagem competitiva, melhoria da percepção da organização, melhor presença no mercado e no caso de, organizações de serviços públicos, proporciona um maior apoio político e da comunidade.” (*The Institute of Risk Management*, 2010)

Segundo Walker e Busmann (2013) e também FERMA (2003) a Gestão de Riscos tem um processo que está apresentado na próxima figura:



Fonte: ISO31000: Risk Management- Risk Assessment Techniques.

A avaliação do risco (*Risk Assessment*), segundo os autores, é realizada com base na experiência histórica, métodos analíticos, conhecimento e por vezes a intuição.

- A identificação do risco (*Risk Identification*), identifica a exposição de uma empresa à incerteza. Havendo, pois, um conhecimento profundo sobre a empresa, sobre o mercado em que atua, sobre o ambiente legal, sóciopolítico e cultural em que a empresa está envolvida, compreendendo também os objetivos estratégicos e operacionais da empresa, incluindo também, pontos fortes e fracos, forças e fraquezas, ameaças e oportunidades que existem para a realização dos objetivos propostos. As técnicas que podem ser utilizadas nesta fase do processo incluem: brainstorming, questionários, análises de cenários, auditoria e inspeção, entre outros.
- Análise do risco (*Risk Analysis*), as técnicas utilizadas podem estar especificadas para risco do lado positivo ou negativo, ou até mesmo lidar com ambos. As técnicas que podem ser utilizadas são: testes de mercado, pesquisa e desenvolvimento, análise do impacto nas empresas, entre outros.
- A avaliação do risco (*Risk Evaluation*), ocorre quando a análise de risco está concluída. É usado para tomar decisões sobre quão importantes são os riscos para a empresa e se, cada risco específico deve ser aceite ou resolvido.
- O tratamento do risco (*Risk Treatment*) é o processo de implementação e seleção de medidas para alterar o risco.

4.1. A avaliação dos riscos

Surge a avaliação dos riscos, exatamente pelo motivo referido anteriormente, tendo em conta a variedade de riscos existentes, podemos assim, idealizar a gestão de riscos segundo Reis (2007), como sendo equivalente à gestão estratégica, uma vez que as multinacionais como organizações que são, abordam os riscos e esclarecem quais os instrumentos que irão determinar e gerir o risco. Assim, a avaliação de riscos surge quando a análise de todos os riscos está concluída.

Segundo o BIS em *Recommendations for Central Counterparties* (2004), com o tempo, os parâmetros de risco ou outras premissas utilizadas para calcular os requisitos de garantia, devem ser ajustados para refletir as mudanças no risco de preço (e noutros risco), de forma que a garantia continue a fornecer o nível de cobertura desejado. Sendo que o BIS (2004) diz ainda que, o risco de preço é avaliado através da análise históricas dos preços e fazem-se inferências sobre possíveis movimentos futuros dos preços.

Então sabendo que os instrumentos financeiros derivados são uma boa opção ou mesmo a única opção para a gestão de riscos no seguinte ponto irei explica-los um a um, os mais utilizados para a cobertura do risco de preço (principalmente).

4.2. Os instrumentos de cobertura de riscos

Existem Mercados Organizados e o Mercado de Balcão, ou mais propriamente *Over-the-Counter Market* (O.T.C.).

Nos Mercados Organizados realizam-se vários tipos de operações a prazo, tais como contractos de Futuros e de Opções, enquanto no mercado O.T.C. realizam-se vários tipos de operações a prazo, tais como contractos *Forwards*, *Swaps*, Opções, *Caps* e *Floors*.

Os autores FROOT, K., SCHARFSTEIN, D., e STEIN, J., (1993) argumentam “que a cobertura dos riscos financeiros será fonte de valor se, ao reduzir a volatilidade dos fundos gerados internamente, favorecer o sistemático exercício de todas essas opções de crescimento futuras que se concretizem no conjunto de investimentos que a empresa irá realizar.”

Sabemos que ao falarmos da Câmara de Compensação (Clearing House) estamos a falar da Bolsa, esta separa os mercados organizados dos não organizados. Há uns anos estas instituições eram não organizadas, sendo portanto empresas frágeis pois como não obtinham lucros, tornava-se mais difícil suportar um incumprimento de uma grande empresa (por exemplo).

Começando então a definir cada instrumento derivado:

Forwards rate agreement ou FRA's, tornam importantes para a minha investigação, pois podem ser considerados como sendo contratos para fixar a taxa de juro num prazo. De acordo com o que se sabe os FRA's podem ser utilizados para cobrir o risco de taxa de juro ou para ser utilizado para especulação, neste ultimo caso pode ser feita a especulação comprando um FRA á espera que as taxas de juro subam, ou vendendo um FRA esperando que as taxas de juro desçam. Neste tipo de contrato intervém também dois tipos de mercados: o mercado monetário interbancário e o mercado de balcão.

Ainda na definição deste tipo de instrumento de cobertura de risco, existe uma data para o contrato FRA vencer (o chamado prazo de diferimento) em que é fixada uma taxa de juro e existe um momento em que é fixado o prazo da taxa de juro (que é designado por caracterização da operação subjacente).

Sabemos que o FRA vence no dia em que se inicia o financiamento, o seu preço é a sua taxa, isto é:

$$Ps = Tm = TL$$

Sendo:

Ps = Preço *Spot* da operação subjacente.

Tm = Taxa de mercado a vigorar no vencimento

TL = Taxa de Liquidação

Na cobertura de riscos, quando a TFRA (Taxa do FRA) é inferior à TL, o comprador que fixa a taxa de financiamento consegue um resultado positivo no FRA, logo o comprador obtém lucro e o vendedor uma perda, sendo que quando o vendedor consegue um resultado positivo é porque a TFRA é superior à TL, logo o vendedor obtém Lucro e o comprador, uma Perda. O apuramento do resultado do FRA realiza-se na data de vencimento, e este é pago em numerário, sendo que o resultado do FRA se calcula com sinal negativo para o vendedor e com sinal positivo para o comprador, assim este resultado é calculado pela seguinte fórmula:

$$RFRA = +/- \frac{(TL - TFRA) \times M \times \frac{n}{360}}{1 + TL \times \frac{n}{360}}$$

n = Prazo do FRA em dias

M = Montante teórico do FRA

Como em qualquer contrato pode ser terminado em qualquer altura, pois pode já não ser necessário o financiamento e esta escolha pode ser feita pelo vendedor ou pelo comprador.

Neste tipo de contratos existe também o Método da Reposição, em que o vendedor, vende à taxa mais baixa (taxa *bid* para os vendedores) e o comprador compra à taxa mais alta (taxa *offer* para os compradores), a diferença entre taxas bid e taxas offer tem a designação de margem interbancária. E também existe o Método da Liquidação em que ao substituir um FRA está a realizar-se uma venda e ao repor-se um FRA está a realizar-se uma compra.

Outro instrumento financeiro derivado são os Contratos de Futuros, sendo este um acordo entre duas partes para comprar ou vender uma mercadoria em um determinado momento no futuro por um preço especial. Os contratos são estandardizados com relação à qualidade, quantidade, localização da entrega e tempo da entrega. (Zsidisin, G. e Hartley, J. (2012)).

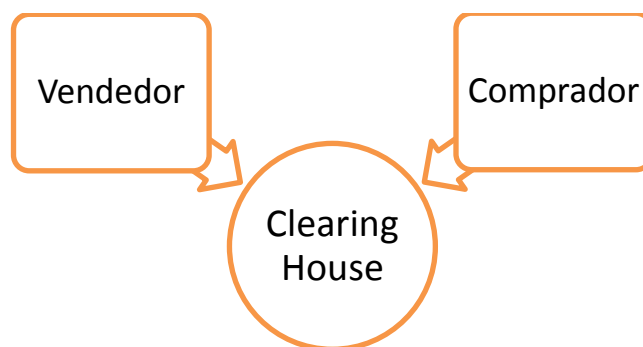
Este tipo de contrato faz com que haja uma negociação para fixar o preço de uma qualquer mercadoria/produto hoje, para comprar/vender no futuro (data negociada) e como sabemos é feita a negociação num mercado organizado, daí a quantidade e a qualidade têm de ser normalizadas, isto é, não se pode negociar um produto e no dia da entrega entregar-se outro tipo de produto (qualidade normalizada), e ao negociar dois contractos vai equivaler a 200 ações, por exemplo (quantidade normalizada).

Nestes contratos de futuros negociam-se: mercadorias; divisas; obrigações; índices; taxas de juro; ações; *swaps*; unidades de participação e serviços.

No mercado de Futuros há então um preço *Spot* (no mercado à vista) designado por *S*, há um preço Futuro designado por *F* (mercado futuros).

Assim quando alguém, compra, contratos de futuros diz-se que é um contrato Long Future e espera que os preços subam, quando alguém vende contrato de futuros diz-se que é um contrato Short Future e espera que os preços desçam.

Hoje em dia os contratos de futuros também funcionam assim:



O compromisso do vendedor e do comprador é só com a Clearing House, não há compromissos entre eles.

Quando se negocia um contrato, paga-se um montante mínimo inicial, chamado de Margem Inicial, esta margem inicial é o que aguenta a Câmara de Compensação, logo se houver algum incumprimento ou da parte do vendedor ou da parte do comprador, a Câmara de Compensação não irá deixar os preços variarem mais do que a margem inicial paga, assim através do apuramento diário dos resultados controlam-se diariamente as variações que surgem.

Existem três intervenientes nos Mercados de Futuros, são eles: os *Hedgers*, os Especuladores e os Arbitragistas.

Os *Hedgers*, atuam em dois mercados o *Spot* e o Futuro para cobrir o risco de preço de ativos. Segundo Zsidisin, G. e Hartley, J. (2012) o *Hedge* só é possível nas *commodities*,

devido aos preços no mercado de futuros e os preços no mercado à vista tenderem a mover-se paralelamente uns aos outros. Sendo que dito por estes autores, uma das limitações com o *hedge* a utilizar contratos futuros é que alguns produtos não são negociados em mercados de futuros. Assim, não é possível efetuar a cobertura diretamente a essas *commodities*.

Aqui (no *hedging*) o Risco de Preço é substituído pelo risco de base (S-F), pelo risco de indivisibilidade dos contratos e pelo risco de correlação entre *Spot* e Futuro. Ou seja, o risco de preço é transferido para o mercado através de futuros, ou seja negociam-se contratos de futuros e assumem-se os três riscos que referi em cima.

Considerando Marques, P., (2005), este tipo de participante enfrenta o risco do preço de um ativo e através do mercado de futuros reduz o risco e elimina-o.

O risco de base é então a diferença entre o preço Futuro e o preço *Spot*, sendo então demonstrado assim: $B = F - S$. Em geral, $F > S$, porque $F = S(1 + r \times n)$

Se entrar ou sair do mercado com bases diferentes, desde que $F = S$ significa que podemos fixar o preço, ou seja, se entrar no mercado com qualquer base e se sair com base 0 (zero), então como $F = S$ pode-se fixar o preço. Se encerrar o contrato com Base zero então, assegura-se o preço do futuro e efetua-se uma cobertura ótima.

O risco de indivisibilidade dos contratos é a situação em que se pode deixar o contrato ir até ao fim, mas não se ter possibilidades de assegurar o preço. Uma vez que os contratos de futuros não se dividem (são homogêneos), se precisar de 100 barris de petróleo, fica subcoberto se fizer um contrato de 80 barris, beneficia se o preço descer ou se ficar sobre coberto com 160 barris, ou seja, fica coberto com 60 barris. Vai fazer com que haja especulação do preço, porque o ideal era poder-se negociar um contrato e meio, o que não é possível. Resumindo não chega deixar ir o contrato ir até ao fim, pois não significa que não haja também risco de indivisibilidade de contratos, o contrato ir até ao fim, pode fazer o risco de base desaparecer, mas isso não significa que não haja risco de cobertura.

Resumindo, sem se ter um número inteiro de contratos de futuros, não convém fixar-se o preço e não se deve fazer a cobertura de risco.

O Risco de correlação entre *Spot* e o Futuro, é fazer *proxys* (utilizar substitutos), ou seja, é fazer cobertura para empresas que não têm contratos de futuros. Por exemplo, faz-se uma cobertura utilizando um contrato de futuros para ações de outras empresas que não os tenham, resumindo, está-se a utilizar um *proxy*, ou seja, faço coberturas com futuros de empresas para cobertura de empresas que não os têm. Assim sendo, correlações passadas não garantem correlações futuras.

Como sabemos nos mercados de futuros participam *hedgers* e especuladores, segundo Zsidisin, G. e Hartley, J. (2012) que os *hedgers* “participam no mercado de futuros para reduzir a exposição ao risco de preço, sendo eles ou produtores ou utilizadores de um produto” já “os especuladores tentam beneficiar com previsões dos movimentos dos preços, ou seja, compram ou vendem contratos de futuros no momento certo, isto é, compram ou vendem contratos de futuros de agora, fazendo a transação oposta depois, antes da data da entrega do contrato, sempre com a expectativa de obter lucro.” Assim, vendedores no mercado à vista são compradores no Mercado de Futuros e realizam Long Futures para cobrir riscos e os compradores no mercado à vista são vendedores no Mercado de Futuros e realizam Short Futures para cobrir riscos.

Os especuladores aceitam o risco como forma a conseguir lucro. Ficam na expectativa de subida de preços comprando futuros e ficam na expectativa da descida de preços vendendo futuros. Uma vantagem que a existência dos especuladores traz, é que fornece liquidez e outra é que têm um papel contra cíclico nos movimentos dos preços.

“O mercado de futuros possibilita o especulador de conseguir uma alavancagem, pois, com um gasto inicial relativamente pequeno, será capaz de atingir uma enorme posição especulativa, aumentando a sua exposição ao risco, mas também permitindo-lhe obter lucros” (Mendes, 2003).

Segundo o mesmo autor os especuladores arriscam nas variações futuras do preço de um ativo para ganhar dinheiro, ou seja, os especuladores ao procurarem tirar partido das oscilações do mercado, procuram também comprar barato e vender caro, arcando com um risco considerável, devido à expectativa de ganhos superiores, favorecendo um aumento do volume de transações e garantindo maior liquidez e profundidade ao mercado.

Para Keynes (1936), a especulação define-se como sendo: *a atividade de antecipar a psicologia do mercado*. Sendo que segundo o mesmo autor, os especuladores estavam numa controvérsia para acelerar a avaliação com alguns meses de antecedência ao invés do retorno planeado de um investimento ao longo dos anos. Já para Kaldor (1939) a definição de especulação resume-se como sendo a compra, ou a venda de produtos, com o objetivo de revenda/recompra numa data posterior quando o motivo para tal é previsto de uma alteração nos preços que vigoram e não um proveito decorrente da sua utilização, alteração ou deslocação, de um mercado para outro.

Os Arbitragistas querem obter ganhos mas sem correrem riscos. Ou seja, vendem e compram em mercados diferentes limitando os preços e os valores dos mesmos.

Como Farhi, M., (1999) refere, que a arbitragem alcançou uma posição extremamente importante nos mercados de ativos financeiros e dos produtos derivados, sendo que a maior atenção dos operadores e dos meios informáticos das instituições financeiras, é oferecida às operações de arbitragem.

Existem dois tipos de arbitragem: a arbitragem *cash-and-carry* e a arbitragem *reverse cash-and-carry*. Assim a arbitragem *cash-and-carry* compra no mercado à vista e vende no mercado de futuros. Na arbitragem *reverse cash-and-carry* ocorre a venda do subjacente e a compra de futuros.

Falo agora dos *Swaps*, sendo estes acordos entre duas partes e por vezes também se junta uma instituição financeira, para se realizarem trocas de *cash-flow* no futuro. Os primeiros *swaps* foram realizados em 1981 sendo que em 1982 foi quando se deu o maior crescimento deste tipo de contratos e o mercado deles já estava estabilizado. Eram *swaps* com vencimento de médio prazo em que a maior referencia internacional era a *LIBOR*¹³ e a *YIELD* dos *US-Treasuries*¹⁴.

Estes contratos ficaram conhecidos como “*Plain Vanilla Swaps*” mais conhecidos como *swap* de taxa de juro, em que se trata de um contrato em que duas partes acordam a troca de juros sobre um capital subjacente, sendo este capital igual para todas as partes intervenientes, durante um determinado período. Ou seja, por exemplo, A acorda pagar a B *cash-flows* correspondentes a um juro, a uma taxa fixa, calculado sobre um determinado montante (*notional principal*¹⁵) durante um certo período. Já B, compromete-se a pagar a A *cash-flows* determinados a uma taxa de variável, mas sobre o mesmo montante e para o mesmo período. A moeda das operações pode ser a mesma ou não, para moedas diferentes utiliza-se os *Currency Swap* (*Swap Cambial*). Se intervir uma instituição financeira, então as transações passam pela mesma antes dos outros intervenientes, ou seja, as operações de A vão para a instituição financeira e esta cria outra operação para B. Resumindo na imagem abaixo:

Então com este exemplo, A acorda com B *cash-flows* correspondentes a um juro, a uma taxa fixa, calculado sobre um montante (*notional principal*), durante um certo período.

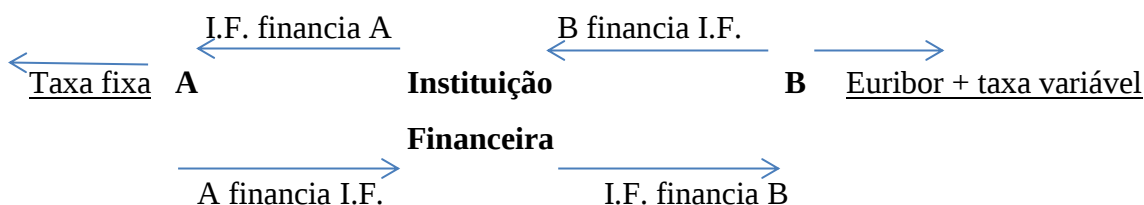
Já B compromete-se a pagar a A *cash-flows* determinados a uma taxa variável, sobre o mesmo montante e para o mesmo período., no caso que apresento, existe um intermediário, a Instituição financeira. Esta por sua vez é então financiada e financia.

¹³ A taxa flutuante usada na maioria dos contractos *swaps* de taxa de juro, designa-se por London Interbank Offered Rate.

¹⁴ É realizada pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos da América.

¹⁵ É realizada pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos da América.

Antes de se realizar o *swap* calculam-se os ganhos e depois têm de se distribuir por partes iguais entre as duas (caso seja só realizado entre A e B) ou entre as três caso a instituição financeira esteja na operação.



As empresas realizam o acordo, devido a vantagens comparativas, isto é, o mercado onde uma empresa tem vantagem comparativa (taxas fixas versus taxas variáveis), não é necessariamente o mesmo mercado onde lhe possa interessar negociar, num dado momento.

Resumidamente, segundo Hull, J. (2012) o “*Plain Vanilla Swap*” ocorre quando uma empresa concorda pagar os fluxos de caixa igual a juros a uma taxa fixa, tendo em conta um montante de capital e um dado numero de anos (maturidade). Em troca, recebe juros a uma taxa flutuante de acordo com o mesmo montante de capital e com o mesmo número de anos.

Agora vou falar sobre as Opções, existem dois tipos de opções, segundo Hull, J.(2012) a opção de compra (*call option*), esta dá ao detentor da opção o direito de comprar um ativo numa determinada data por um certo preço. E uma opção de venda (*put option*) dá ao seu detentor o direito de vender um ativo numa determinada data por um determinado preço. Esta data do contrato, geralmente coincide ou é a data de vencimento do contrato, o preço é conhecido como o preço do exercício. Segundo o mesmo autor, existem opções americanas que podem ser exercidas a qualquer momento até à data de vencimento, e existem opções europeias que só podem ser exercidas apenas na data de vencimento. Existem diversos tipos de Opções tais como: Opção de moeda estrangeira; Opções de índices; Opções de ações e Opções de futuros, apesar de que não me vou alongar neste ponto das opções, devido ser um instrumento, que na minha opinião e tendo em conta os casos que apresento no ponto 5, é pouco usado para cobrir o risco de preço.

4.3. Vantagens e desvantagens da Cobertura de Riscos

Vimos anteriormente que os instrumentos utilizados para a cobertura de risco, sejam eles de mercado organizado ou negociados no chamado mercado OTC são apenas e somente

uma forma de as empresas/investidores transferirem os riscos para o mercado. Isto é, os riscos não se eliminam, antes se transferem.

Assim sendo, e uma vez que a cobertura de riscos se resume a transferir o risco para o mercado, ela será vantajosa até ao momento em que o custo dessa transferência seja inferior ao que a empresa suportará ao assumir o risco, não o “cobrindo”. Por exemplo, se o eur/usd estiver cotado a 1.30 hoje (isto é, são necessários 1.30 usd para adquirir 1 euro) que dirá uma empresa portuguesa que necessita de dólares norte-americanos para adquirir daqui a 3 dias se uma instituição lhe fixar o preço de 1.17? Dirá provavelmente que não está interessada numa cobertura de risco cujo custo é de 10% (em 3 dias!), não porque não possa acontecer que o dólar venha mesmo para 1.17 (ou menos), mas porque o custo da cobertura é claramente superior ao risco que se percebe no mercado em causa.

Muitos autores estudam este tema. De entre eles, saliência para STULZ (2009) o qual refere que descobrir o *hedge* certo quando os mercados estão a mover-se rapidamente, é como tentar mudar uma apólice de um seguro de uma casa enquanto ela está a arder.

IV. Contexto prático

1. O comportamento/atitude das Empresas Multinacionais face ao Risco de Preço

1.1. Evolução histórica do comportamento das Multinacionais face ao Risco até à atualidade

Sabendo que a globalização trouxe severas mudanças na economia mundial, também se conclui que as empresas, principalmente as transnacionais, tiveram que se adaptar a essas mudanças internas e externas, pois aproveitaram as vantagens que a globalização trouxe e adaptaram-se às desvantagens que surgiram.

Segundo Narula, R. e Dunning, J. H. (2010) o IDE continua a ser a modalidade mais importante pela qual as Multinacionais se envolvem com os países em desenvolvimento e outros. Segafi-Nejad, T. (1995) referiu o ano de 1993 como sendo o ano em que o total de empresas multinacionais ultrapassou os 35 mil, contendo cerca de 200.000 filiais estrangeiras. O autor diz também que na segunda metade dos anos 80 houve uma quebra de IDE, sendo que em 1993 o IDE mundial ultrapassou os US \$ 2 biliões.

A partir da Segunda Guerra Mundial Segafi-Nejad, T. (2010), identificou que o crescimento de IDE foi superior ao comércio mundial. Nesta mesma altura, o autor refere que as vendas globais das afiliadas estrangeiras das multinacionais ultrapassaram os 6.000 mil milhões de dólares. Ainda citando Segafi-Nejad, T. (2010), naquela altura as transnacionais detinham a maior parte das patentes, geraram grandes quantidades de novas tecnologias numa escala mundial, independentes ou com alianças estratégicas¹⁶ e relações tecnológicas com outras empresas de igual tamanho.

As empresas transnacionais tiveram de enfrentar diversos riscos, e assumir a respetiva gestão, derivado à crescente globalização que se sentiu. Sendo que algumas destas empresas superaram os riscos e outras não.

De acordo com o que referi no parágrafo anterior, irei explicar como duas empresas multinacionais na área da aviação, geriram ou gerem os seus riscos.

Começando pelo British Airways¹⁷, esta companhia aérea fez a aquisição da British Midland em 2012, e referenciando o relatório financeiro, da mesma, em 2012, esta aquisição da British Airways contribuiu para 1400 novos colaboradores, fortaleceu a presença da companhia no aeroporto de Heathrow e superou as expectativas financeiras. Diz também que os Jogos Olímpicos de Londres contribuíram para divulgar a companhia e as expectativas foram concretizadas e, apesar dos preços altos do petróleo, a companhia está a conseguir, gradualmente a partir do foco no cliente, um desempenho operacional e financeiro sólido.

A BA refere no relatório financeiro de 2012 que, “o grupo tem uma estrutura e um processo para ajudar a identificar, avaliar e gerir os riscos”. Este Grupo tem uma equipa de risco que examina os principais riscos do Grupo, analisa também “riscos novos e emergentes” de três em três meses.

De acordo com o relatório financeiro da BA (2012), o Grupo está exposto aos seguintes riscos financeiros:

- Risco de Mercado (inclui risco de câmbio; risco de taxa de juro e risco de preço do combustível).
- Risco de Crédito;
- Risco de Capital;
- Risco de Liquidez,

¹⁶ A TAP Portugal é um exemplo de uma aliança estratégica, pois em 2005 integrou o grupo Star Alliance (conforme história descrita no site da própria companhia:

<http://www.tapportugal.com/Info/pt/FrotaHistoria/Historia>).

¹⁷ Irei colocar a abreviatura de BA para British Airways e de BM para a British Midland.

Pode ocorrer também o Risco de Fornecedores pois, sendo uma empresa muito dependente de alguns serviços prestados pelos fornecedores, alguma falha por parte dos fornecedores, pode prejudicar a organização da empresa.

Então, para prevenir este risco, o grupo “mantém uma ligação rigorosa com os principais fornecedores, para garantir que não existem falhas. O Grupo pode incorrer também ao Risco de Câmbio devido à faturação, às compras e aos empréstimos em moeda estrangeira, para prevenir este risco, o Grupo tenta efetuar os pagamentos e os recebimentos na moeda de cada país, vendendo o excedente e comprando o *défice* das obrigações também em cada moeda” (dito no relatório financeiro do mesmo, 2012).

Sabendo previamente que as empresas transnacionais suportam sempre riscos, o Grupo BA dentro do seu “programa de gestão riscos global, concentra-se nas incertezas que existem nos mercados financeiros e procura minimizar potenciais efeitos negativos sobre o desempenho financeiro do Grupo.” (Relatório financeiro BA, 2012)

A tesouraria do Grupo, segundo o relatório citado anteriormente, gere os riscos sempre de acordo com a “governança” da empresa, sendo esta gestão autorizada pelo Conselho de Administração, identificando, avaliando e protegendo a empresa contra eventuais riscos que possam surgir. O relatório refere ainda que o Conselho de Administração da empresa ajuda a tesouraria facultando informações escritas sobre a gestão do risco global da empresa, cede também informações sobre as políticas que cobrem as áreas particulares, como o risco de câmbio, o risco de taxa de juro, o risco de crédito, o uso de instrumentos financeiros derivados e sobre o investimento de excedentes de liquidez. (Informações retiradas do relatório que tem vindo a ser citado).

Após esta informação cabe agora dizer quais os produtos derivados mais usados para a cobertura de riscos, pela BA: contratos de *swap* de taxa de juro, derivados cambiais, derivados do *hedge* do combustível (este inclui opções, *swaps* e *futuros*), entre outros. Sendo que o relatório (2012) diz que estes derivados são mensurados pelo justo valor do balanço do Grupo.

Dado isto importa agora exemplificar graficamente a situação de cobertura de riscos da BA. A tabela abaixo apresenta a sensibilidade dos instrumentos financeiros para uma possível variação dos preços dos combustíveis:

Group and Company					
2012			2011		
Increase/(decrease) in fuel price per cent	Effect on profit before tax £ million	Effect on equity £ million	Increase/(decrease) in fuel price per cent	Effect on profit before tax £ million	Effect on equity £ million
30 (30)	5 (14)	575 (543)	30 (30)	9 (3)	539 (505)

Fonte: Financial Report British Airways 2012(pp.56)

O efeito do lucro antes de imposto de 2011 para 2012 baixou e o efeito sobre o capital próprio de 2011 para 2012 também baixou. Na tabela abaixo, refere relatório BA, podemos verificar que a mesma corresponde a faixas de vencimentos, que correspondem ao período remanescente no balanço patrimonial até à data de vencimento contratual, sendo estes valores os fluxos de caixa contractuais não descontados e incluem juros.

Já através das tabelas que se encontram na página 62 do relatório financeiro da BA, pode constatar:

31 de Dezembro de 2012				
	Ativo		Passivo	
	Corrente	Não corrente	Corrente	Não corrente
Instrumentos Financeiros derivados	£ 73.000.000,00	£ 6.000.000,00	£21.000.000,00	£ 11.000.000,00

Resumindo, o Ativo Corrente em Investimentos Financeiros Derivados é superior que o Passivo Corrente. Já o Passivo Não Corrente em Investimentos Financeiros Derivados é superior que o Ativo Não Corrente.

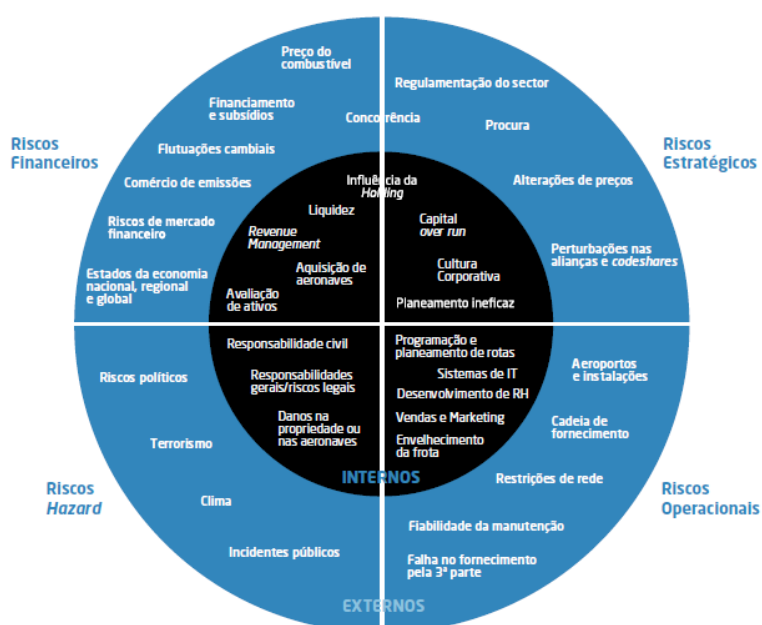
A segunda empresa de que irei falar é a SATA. Resumidamente, a gestão de riscos é feita por todos os trabalhadores da empresa, não existe só um grupo ou departamento a gerir o risco. A SATA segue, segundo o Relatório Financeiro de 2012, o modelo COSO¹⁸, ou seja, 5 etapas, realizadas pelos gestores de riscos internos, de forma igual para todos os riscos e que, são: identificar analisar e priorizar, avaliar, resolver (definir os planos estratégicos a aplicar para a gestão de risco) e monitorizar (é realizada de forma periódica esta etapa, e tenta assegurar que os planos de ação definidos são eficazes na mitigação de riscos).

Segundo, na empresa a responsabilidade de gestão de riscos é transversal (realizada por todos), tendo cada pessoa da empresa uma responsabilidade e uma função, então a SATA

¹⁸ Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission

refere que, o conselho de administração define riscos estratégicos e aprova as iniciativas de mitigação dos riscos; as direções e gabinetes cumprem as iniciativas de mitigação e agem na identificação de novas e os colaboradores asseguram as ações de mitigação e tarefas e alertam para situações de perigo.

A Gestão da SATA diz que os seguintes riscos, são os que têm maior impacto na execução da estratégia corporativa:



Fonte: Relatório Financeiro 2012 SATA

(Os dados e informações, são retiradas do relatório financeiro da SATA de 2012.)

Irei focar-me apenas nos riscos financeiros que, segundo a Relatório Financeiro da SATA (2012), quanto ao risco de preço do *jet fuel*, podemos dizer que, o consumo de *jet fuel* pela companhia aérea passa dos 72 milhões de quilos, então à mínima perturbação no preço desta *commoditie* pode provocar um impacto acentuado nos resultados operacionais da companhia.

A SATA, por sua vez, diz que está exposta ao risco de câmbio, podendo este risco na empresa ocorrer quando há desequilíbrios entre receitas e gastos em moeda estrangeira, sendo

que nesta companhia aérea as divisas transacionadas são: Dólar Canadiano; o Dólar Americano e a Libra Esterlina.

Esta empresa também pode sofrer de Risco de Crédito, então a SATA (2012) diz que, está exposta a um risco de crédito na medida em que, a sua contraparte pode não cumprir com as suas obrigações contractuais.

Está também exposta ao risco de preço de licenças CO2 e ao risco de gestão de receitas (*Revenue management*), mas não vou aprofundar estes dois últimos, pois acho que não se enquadram no tema. A SATA também prepara um relatório mensal de monitorização dos riscos financeiros.

Passemos então a analisar graficamente a situação da SATA (informações e dados retirados do relatório financeiro de 2012 da mesma):

O petróleo e os seus derivados, devido à variabilidade da sua cotação internacional, influenciam muito a evolução dos gastos com *jet fuel*. Segundo a empresa “apesar da redução de consumos de 2010 para 2012 os gastos totais não acompanharam essa tendência fruto da escalada de preços do *Brent*, sendo este o principal indexante do preço do *jet fuel*.” Já, a Associação Portuguesa de Empresas Petrolíferas, diz-nos que houve uma valorização do Brent de 2011 para 2012 (valorização superior a 9%). Ainda segundo a SATA estes crescimentos só acalmam em momentos onde a relação Euro/USD se fortalece pela valorização do Euro e, a volatilidade e exogeneidade das variáveis Brent e câmbio Euro/USD, é determinante para calcular o impacto dos gastos com *fuel* e derivados no resultado do exercício.

O movimento das operações de cobertura nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2012 e 2011, quantia registada em reservas relacionadas com operações de cobertura, é detalhadamente explicado conforme gráfico:

	2012	2011
Saldo inicial	(1.613.414)	(551.351)
Varição de justo valor em derivados de:		
Taxa de juro	21.396	30.079
Preço de mercadorias	(167.234)	(1.092.142)
Taxa de câmbio	(325.888)	-
Saldo final (Nota 16)	(2.085.140)	(1.613.414)

Fonte: Relatório Financeiro 2012 da SATA.

Assim sendo, o relatório conclui que as reservas relacionadas com operações de cobertura, sofreram variações.

O relatório refere ainda que, a 31 de Dezembro de 2012, tinham sido contractados instrumentos financeiros derivados, relacionados com o risco de preço de *commodities* (neste caso de *jet fuel*), e que tinham sido obtidos ganhos de 55.392 € e perdas de 1.314.767 €. “No decurso do exercício de 2012, a SATA Internacional contratou um instrumento financeiro derivado, de fixação de taxa de câmbio de dólares canadianos e americanos, pelo facto de ser excedentária no primeiro caso e deficitária no segundo, com vista a assegurar os pagamentos no exercício de 2013 a fornecedores em dólares americanos. Esta operação foi classificada pelo Grupo como de cobertura, dado que visa cobrir os fluxos de caixa em moeda estrangeira. O valor de mercado em 31 de Dezembro de 2012 respeita a uma perda no montante de 325.888 €.” (Relatório Financeiro SATA, 2012).

1.2.A utilização de Instrumentos de cobertura de Risco

Como refere o relatório financeiro do Grupo BA de 2012, foram usados (por estimativa) 5,6 milhões de toneladas de Avgas¹⁹ e *Jet Fuel*²⁰ em 2012, o relatório diz ainda que “a volatilidade dos preços do petróleo e produtos petrolíferos pode ter um impacto material sobre os resultados operacionais do Grupo”, tendo em conta esta informação, pensa-se em Risco de Preço, sendo este “parcialmente coberto por meio da compra de derivados de petróleo nos mercados a termo, podendo originar lucro ou perda.” (Relatório Financeiro BA de 2012).

Segundo a mesma fonte “estratégia de gestão de risco do preço do combustível, do Grupo visa proporcionar à companhia aérea uma proteção contra aumentos repentinos e significativos nos preços do petróleo, garantindo que a companhia aérea não está em desvantagem competitiva no caso de uma queda substancial no preço do combustível.” Outra forma utilizada pela empresa para implementar a estratégia é através da gestão de riscos de combustível que utiliza derivados disponíveis em *over-the-counter*²¹ (OTC) “com contrapartes autorizadas e dentro das fronteiras permitidas.”

¹⁹ Gasolina de aviação (para aeronaves pequenas) em inglês.

²⁰ Combustível de Jacto (para aviões comerciais, militares e de grandes corporações) em inglês.

²¹ Mercado de Balcão, ou seja, é o mercado onde são fechadas operações de compra e venda e títulos, *commodities* e contratos de liquidação futura, sendo fora das bolsas entre as partes ou incluindo pela meio uma instituição financeira (segundo <http://www.cvmv.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C07AntonioSoares.pdf>)

A empresa tem como instrumentos financeiros derivados os: contratos de *swap* de taxa de juro, derivativos cambiais, derivativos de *hedge* de combustível, sendo eles *swaps* e futuros. Tendo eu me focado em apenas o risco de preço.

Já a SATA, para suavizar o risco de preço do *jet fuel*, segundo a mesma diz que contrata operações de *hedge* num total que pode variar até 80% do total do consumo anual de *jet fuel*, sendo que o horizonte temporal destas operações é de 24 meses. Para combater o risco de câmbio, a SATA (2012) diz que se têm que fazer conciliações mensais entre pagamentos e recebimentos nas divisas originais de forma que se possa assegurar uma análise da posição cambial da SATA, sendo que para este risco a SATA também contracta operações de *hedging* das principais divisas transacionadas. Dizem também que, para suavizar o risco de crédito, existir uma política de limites de crédito definida e validada pela Gestão, uma monitorização semanal do saldo de clientes e uma análise do impacto que se observa na posição financeira da SATA, tornar-se-iam vantagens, pois aqui monitoriza-se também e contrata-se operações de *hedging* para a cobertura de riscos associado à taxa de juro.

Zsidisin, G. e Hartley, J. (2012) dizem que, numa empresa/organização a gestão de risco de preço das *commodities*, no curto prazo inclui a compra para cobrir as necessidades futuras conhecidas. Já as decisões de longo prazo em relação à gestão de risco de preço das *commodities*, podem incluir práticas de *hedge*, através de contratos de futuros para compensar os movimentos de preços, negociação de cláusulas contratuais com fornecedores e clientes para compartilhar a carga de risco.

V. Conclusões

As multinacionais, na minha opinião, vão continuar muito presentes na economia mundial, na maior parte dos casos a criar valor para a sociedade a implementar em novos produtos e a desenvolver novos mercados.

Por outro lado, irão certamente aprofundar a gestão de riscos, nomeadamente porque ainda existem mercados a ser explorados (designadamente nos países emergentes) e também porque está longe de ter sido descoberto o método mais eficaz (ou infalível) no que diz respeito à gestão de riscos, apesar de todos os progressos registados nos últimos anos, por exemplo, a partir da ISO 31000 (*Risk Management*) que identifica métodos eficazes e processos a seguir, que ajudam a empresa a evoluir neste campo.

A empresa multinacional de hoje sofre muito no que diz respeito à concorrência, pois cada vez mais empresas se expandem para novos mercados, por razões fortes, tais como a debilidade do mercado interno, ou até mesmo pela procura de inovação e desenvolvimento para os seus produtos, assim como de novos clientes.

Aliás, numa economia mundial em que o setor terciário é cada vez mais preponderante, e em constante mutação tecnológica, o investimento direto estrangeiro torna-se essencial para as empresas acederem a serviços eficientes, que elas procuram avidamente. Não por acaso, alguns dos países que mais atraem o investimento direto estrangeiro, como por exemplo, os Estados Unidos, são também aqueles que oferecem serviços mais eficientes.

Na parte deste trabalho correspondente à Gestão de Riscos, comecei por analisar os preços de alguns produtos derivados, designadamente o ouro, o *dated brent* e o Euro/Dólar. Estes ativos estão em constantes oscilações, mas onde se verificou uma maior oscilação de preços foi justamente quando se deu a crise financeira que marcou o ano de 2008.

Ainda assim, conclui que o único produto derivado, dos três que analisei, que sofreu alterações muito significativas no ano de 2008 foi a cotação do *dated brent*, ou seja, o preço do petróleo.

Tive algumas dificuldades em obter dados sobre a evolução histórica do risco de preço nas multinacionais, que tentei ultrapassar com a ajuda de dados sobre cotações de preços e sobre a avaliação dos balanços de duas companhias aéreas, a British Airways e a SATA.

Conclui que ambas usam produtos derivados, dado que utilizam produtos petrolíferos e, visto que operam em vários países, tentam fixar taxas de câmbio, para diminuir a variação entre moedas.

Em suma, julgo poder concluir, também pelos dois exemplos assinalados, que a gestão de risco de preço através da utilização de produtos derivados é importante para as Multinacionais, independentemente de cada empresa ter a sua estratégia de gestão de riscos, dependendo do tipo de negócio, dos países em que operam e até da sua dimensão.

No entanto, num mundo cada vez mais incerto, parece-me que as empresas multinacionais estão “condenadas” a andar de braço dado com a gestão de riscos o que, na atualidade, é seguramente sinónimo de utilização de produtos derivados.

VI. Referências Bibliográficas

ANDREF, W. (2001). “As Multinacionais Globais”. **Livraria Civilização Editora**, Porto. ISBN 972-26-1546-7.

BANCO BANIF (2010). “Riscos Gerais de Investimento em Instrumentos Financeiros”. [Consult. 10 Dezembro 2013]. Disponível em www.banif.pt

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, (2006). “The Management of Liquidity Risk in Financial Groups”. **Bank for settlements for International Settlements (BIS)**. ISBN web 92-9197-712-8, pp 1-17.

BASEL, (2013). “83rd Annual Report:1 April 2012-31 March 2013.” **Bank for settlements for International Settlements (BIS)**. ISBN (online) 92-9197-991-0.

BARNETT, R. e MULLER, R., (1974). “Global Reach: The Power of the Multinational Corporations“. New York; **Simon and Schuster**, ISBN 0-671-21835-2.

BRITISH AIRWAYS, (2012). “Annual Report and Accounts.“, pp 1-84.

CAVES, R. E., (1971). “International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment”. **Economica**. Vol. 38, No. 149, pp 1-27.

COSTEA, C., VARGA, A., CINATTI, F., (2011). “How Transnational Companies Are Affected By Globalization.” **International Journal of Management Cases**, Vol.13, pp 286-290.

CRISCUOLO, P., NARULA, R. e VERSPAGEN, B., (2001). “Measuring knowledge flows among European and American Multinationals: a patent citation analysis.“, **Eindhoven Centre for Innovation Studies**, em Conference “The Future of Innovation Studies“, pp 1-24.

FARHI, M., (1999). “Derivativos Financeiros: hedge, especulação e arbitragem”. **Economia e Sociedade**, Campinas, No. 13, pp. 93-114.

FERMA (**Federation of European Risk Management Associations**), (2003). “A Risk Management Standard”. [Consult. 10 Janeiro de 2014]. Disponível em <http://www.ferma.eu/wp-content/uploads/2011/11/a-risk-management-standard-english-version.pdf>

FROOT, K., SCHARFSTEIN, D., e STEIN, J., (1993). “Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies”. **Journal of Finance**, No. 48, pp 1629-1658.

GROUP OF TEN (2001). “Report on Consolidation in the Financial Sector“. **Bank for settlements for International Settlements (BIS)**. ISBN 92-9131-611-3.

HELLEINER, G. K., (1989). “Transnational Corporations and Direct Foreign Investment”. In **Handbook of Development Economics** ed. Chenery, H. and Srinivasan, (Amsterdam: Elsevier Science Publishers), Vol. II, pp 1442-1480.

HULL, J. C., (2012). “Options, Futures and Other Derivatives”, **Prentice Hall**, Edição 8ª, pp 1-815.

HULL, J., (1996). “Introdução aos Mercados Futuros e de Opções”. São Paulo: **Bolsa de Mercadorias e Futuros, Cultura**.

ISO 31000, (2008). “Risk Management”, pp 8-93.

JACQUEMOT, J. e MATISSON, L. G., (1990). “La Firme multinationale; une introduction économique”. **Económica**.

KALDOR, N., (1939). “A Speculation and Economic Stability. Review of Economic Studies”. Vol. 7, No. 16.

KELLOGG COMPANY, (2010). “Annual Report“, pp 2-68

KEYNES, J. M., (1936), “General theory of employment, interest and money“, **MacMillan**, Vol. 4.

LALL, S. e STREETEN, P., (1977). “Foreign Investment, Transnationals and Developing Countries“. **Macmillan**, London.

MARKUSEN, J. R., (2000). “Foreign Direct Investment and Trade“. **Centre for International Economic Studies**; No. 0019; pp 1-25.

MARQUES, P., (2005). “A Análise do Risco e o Euro: Que Futuro em Portugal?”. Lisboa. **Universidade Lusíada Editora**.

MATEUS, A. e MATEUS, M., (2008). “Microeconomia, Teoria e Aplicações.” **Verbo**. 2ª Edição, pp. 447-459.

MCCAULEY, R.; MCGUIRE, P.; PETER, G., (2010). “The architecture of global banking: from international to multinational?“, **BIS Quarterly Review**; pp 25-37.

MENDES, A. F., (2003). “Mercado de Futuros de Petróleo: Origem e Desenvolvimento”. **Monografia de Bacharelato**, pp. 1-45. [Consult. 20 Novembro 2013]. Disponível em http://www.gee.ie.ufrj.br/arquivos/publicacoes/MONOGRAFIAS/2003_mercado_futuro_petro%5B1%5D.pdf.

MICHALET, C.A., (1985). “Le Capitalisme mondial”, 2ª ed., **PUF**.

MILLER, M., (1986). “Financial Innovation: The Last Twenty Years and The Next”. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 21, pp 459-471.

MOOSA, I., (2002). “Foreign Direct Investment – Theory, Evidence and Practice.” **Palgrave**. ISBN-10: 0333945905, pp. 1 – 274

MOOSA, I. A., (2004). “Is there a need for hedging exposure to foreign Exchange risk.” **Applied Financial Economics**. Nº 14, pp 279-283

NARULA, R. e DUNNING, J. H., (2010). “Multinational Enterprises, Development and Globalization: Some Clarifications and Research Agenda.” **Oxford Development Studies**; Vol. 38; No. 3; pp 263-287.

REGULAMENTO (CE) N.º2237/2004 da Comissão de 29 de Dezembro de 2004, que altera o Regulamento (CE) n.º 1725/2003. **Jornal Oficial da União Europeia**.

SAGAFI-NEJAD, T., (1995). “Transnational Corporations – Host Country Relations and The Changing Foreign Direct Investment Climate: Toward 2000“. **The International Trade Journal**; Vol. IX; No. 1; pp 85-106.

SAGAFI-NEJAD T. e PERLMUTTER, H., (1981). “Controlling International Technology Transfer: Issues, Perspectives and Policy Implications”. **Pergamon Press**, New York and Oxford.

SATA (2012) – “Relatório Financeiro”. pp 4-152.

SHIN, H. S., (2006). “Risk and Liquidity in a System Context“. **Bank for settlements for International Settlements (BIS)**. ISBN online 1682-7678, pp 1-43.

STULZ, R M., (2005). “Corporate Governance and Financial Globalization”. **The National Bureau of Economic Research**; pp 13-15.

STULZ, R. M., (2005). “The Limits of Financial Globalization”. **The Journal of Finance**. Vol. LX, No. 4; pp 1595-1638.

STULZ, R. M., (2009). “Six Ways Companies Mismanage Risk”. **Harvard Business Review**, pp 86-94.

SUARÉZ, A. S., (1977). “Decisiones Óptimas de inversión y financiación em la Empresa”. 2ª Edição. Madrid: **Pirámide**.

THE COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM WORKING GROUP, (2001). “Collateral in Wholesale Financial Markets: recent trends, risk management and market dynamics“. **Bank for settlements for International Settlements (BIS)**. ISBN 92-9131-614-8, pp 2-40.

THE INSTITUTE OF RISK MANAGEMENT, (2010). “Structured approach to Enterprise Risk Management (ERM) and the requirements of ISO 31000“.

UNITED NATIONS, (1999). “World Investment Report 1999 – Foreign Direct Investment and the Challenge of Development.“, **United Nations Conference on Trade and Development**, ISBN 92-1-112440-9, pp 3-544.

WALKER, M. E BUSMANN, T., (2013). “Risk Management Applications in Pharmaceutical and Biopharmaceutical“. **Editora Wiley**. New Jersey. ISBN 9780470552346

WANG, C. e YU, L. (2007). “Do spillover benefits grow with rising foreign direct investment? An Empirical examination of the case of China.” **Applied Economics**, Vol. 39, No. 3, pp 397-405.

ZSIDISIN, G. A. e HARTLEY, J. L., (2012). “Managing Commodity Price Risk – A Supply Chain Perspective.” **BusinessExpert-Press**. E-book ISBN: 9781606492628, pp 1-110.

Consultas web:

<http://www.cmvm.pt/> - glossário/definições

<http://www.bis.org/> - relatórios

<http://www.investopedia.com/> - definições

<http://www.bloomberg.com/> - dados sobre preços