

# F4G

FINANCIAMENTO

PAULO ALCARVA



UM PROJETO

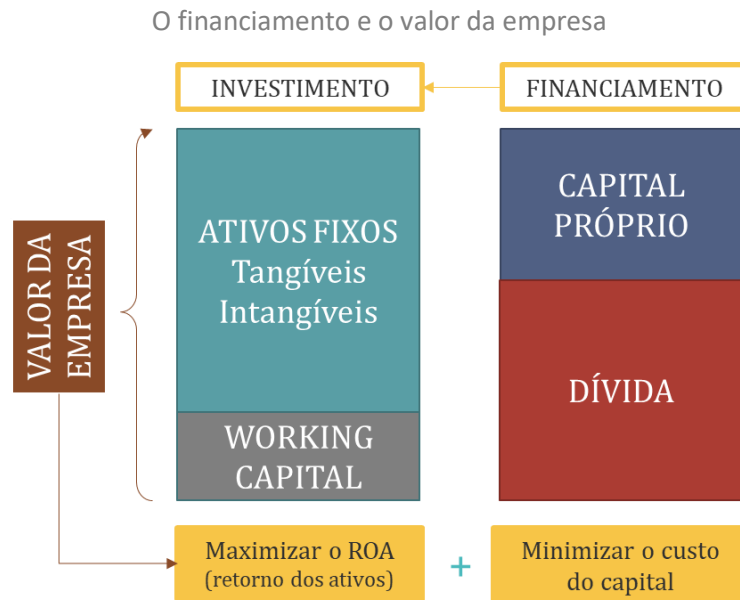
APOIO  
PRINCIPAL

APOIO

COFINANCIADO POR

## 1. Financiamento

O objectivo da gestão financeira passa pela maximização do valor da empresa, que passa pela maximização do retorno dos activos (ROA e ROI), mas também pela minimização do custo do capital que financia esses mesmos activos.



O financiamento da empresa é determinado pelo montante de capital necessário para fazer face às despesas de arranque / expansão / manutenção (activos fixos) e funcionamento corrente da sua atividade.

O acesso ao financiamento é, por isso, um dos fatores determinantes para assegurar a competitividade e sobrevivência das empresas e, portanto, uma dimensão relevante para a competitividade de qualquer economia.

Todas as empresas têm necessidades de financiar os seus ativos. A diferença coloca-se sobre a escolha/combinção que se faz entre capitais próprios e dívida. Sendo distinta a natureza dos direitos dos investidores em títulos de dívida e de capital próprio, pode questionar-se se o custo médio de capital (e consequentemente o valor de mercado da empresa) será afetado pelo “mix” escolhido e se existirá um “mix” óptimo (que minimize esse custo).

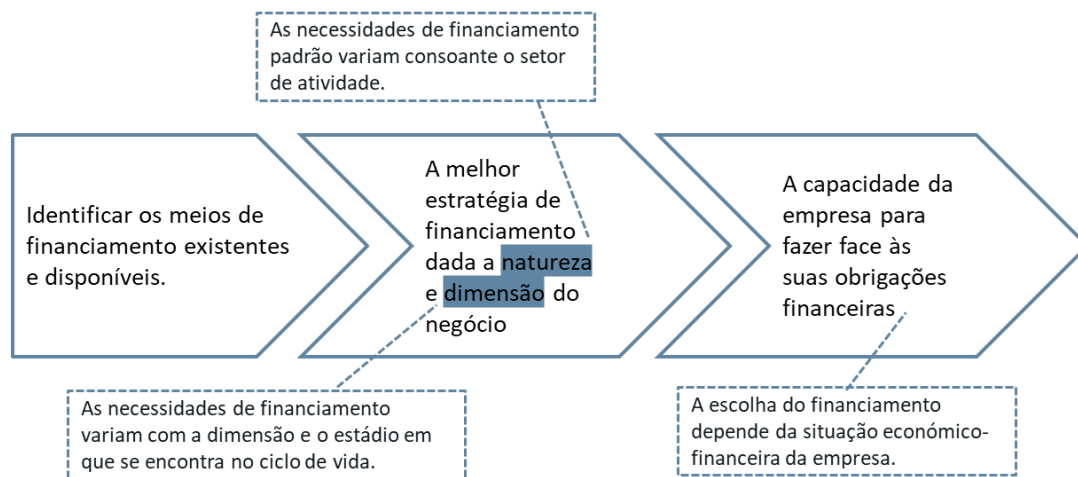
A teoria económica analisa as vantagens e desvantagens dos capitais próprios e da dívida para as empresas, decorrente das imperfeições nos mercados de capital, conflitos de interesses ou benefícios fiscais.

A teoria do *trade-off* defende um rácio de endividamento ótimo, refletindo as vantagens e os custos inerentes à dívida e a teoria *pecking order* defende uma hierarquia óptima no uso de nas fontes de financiamento alternativas.

Não menos importante na definição da estrutura de capitais está o facto de diferentes tipos de financiamento terem associadas diferentes características, bem como diferentes exigências para as empresas. Por exemplo, cada tipo de financiamento tem diferentes:

- Mecanismos de funcionamento de mercado;
- Exigências de informação;
- Regimes de amortização e desembolso;
- Garantias e outras condições contratuais;
- Preçário (*all-in cost*);
- Maturidades;
- Montantes máximos e mínimos;
- etc ...

O empresário deve preocupar-se não só em financiar-se, mas em conseguir a estrutura de financiamento que melhor se lhe adequa à sua realidade. Por isso, deve sempre procurar:



Ou seja, as necessidades de financiamento padrão variam consoante o sector de atividade, mas também da dimensão e do estágio em que se encontra no ciclo de vida. No que concerne a este último ponto, também as fontes de financiamento e respectivas entidades financiadoras variam:



### – Fontes de financiamento

Como vimos o financiamento das empresas faz-se num *trade-off* entre capital próprio e dívida, com características e impactos sobre a gestão diferentes:

DÍVIDA	CAPITAL PRÓPRIO
<ul style="list-style-type: none"><li>• Juro + reembolso definidos à priori;</li><li>• Prioridade sobre os cash-flows;</li><li>• Juro permite pagar menos impostos;</li><li>• Prazo limitado;</li><li>• Não tem controlo directo sobre a gestão.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Dividendos: residuais;</li><li>• Sem prioridade sobre os cash-flows;</li><li>• Dividendo não permite pagar menos impostos;</li><li>• Por tempo ilimitado;</li><li>• Controlam a gestão.</li></ul>

De entre esta dualidade estruturam-se várias opções de financiamento que a seguir se detalharão.

### – Fontes de capital próprio

O capital próprio é representado por acções/quotas e tem associado um conjunto de direitos fundamentais (na proporção do capital representado pelas acções/quotas):

- Direito de propriedade;
- Direito de gestão, i.e., direito de voto das decisões de gestão, portanto, direito de controlo dos cash-flows gerados pela empresa;
- Direito de participação nos lucros (direito a dividendo);
- Direito de preferência na subscrição de ações em novos aumentos do capital.

Para além das acções, existem outros instrumentos de capital próprio como os *warrants*, cujos detentores têm o direito de comprar acções da empresa a um preço pré-fixado no futuro, e os *contingent value rights* (CVR) que dá aos investidores a opção de vender acções à empresa a um preço pré-fixado.

O financiamento por capital próprio pode tomar várias formas:

#### a) Owner's Capital

Trata-se de fundos introduzidos por um ou vários sócios/acionistas, através da subscrição de novas acções representativas do capital realizado da empresa.

#### b) Oferta Pública de Venda (OPV; IPO – Initial Public Offer) e emissão de novas acções (Seasoned Equity Offering)

Ocorre quando, pela primeira vez, as acções da empresa são oferecidas ao público em geral, podendo envolver a oferta de novas acções emitidas pela empresa, resultando desse facto um aumento do capital da empresa, e/ou acções já existentes e pertencente aos actuais accionistas, não se verificando neste caso qualquer alteração do capital da empresa.

Na circunstância dessa OPV passar pela dispersão em Bolsa das acções, após o IPO, todas as acções (quer tenham sido objecto de oferta ou não) poderão ser transacionadas no mercado secundário, flutuando o seu preço de acordo com a oferta e a procura das mesmas.

Caso a empresa já esteja cotada em Bolsa o aumento do capital próprio através da emissão de novas acções por parte de empresas pode ser feito de três formas:

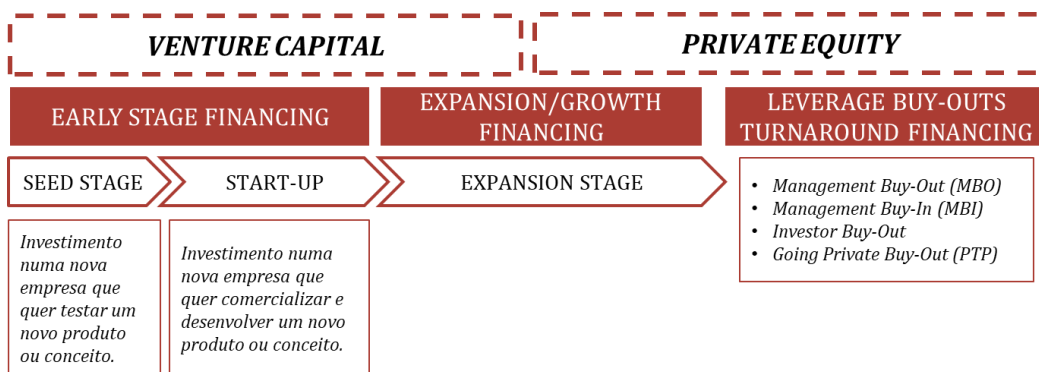
- Oferta Pública Geral (*General Cash Offering*): as acções são oferecidas ao público em geral e a emissão pode ser (*Firm Commitment*) ou não (*Best Effort*) assegurada por um banco de investimento. Ao contrário do IPO já existe um preço de referência (a cotação).
- Colocação privada (*Private Placement*).
- Oferta reservada a accionistas (*Rights Issue/Offering*): é concedido aos accionistas da empresa o direito de comprar as novas acções emitidas na proporção das acções detidas. O direito (opção) de comprar as novas acções pode ser exercido ou transacionado.

#### c) Equity & Growth Capital

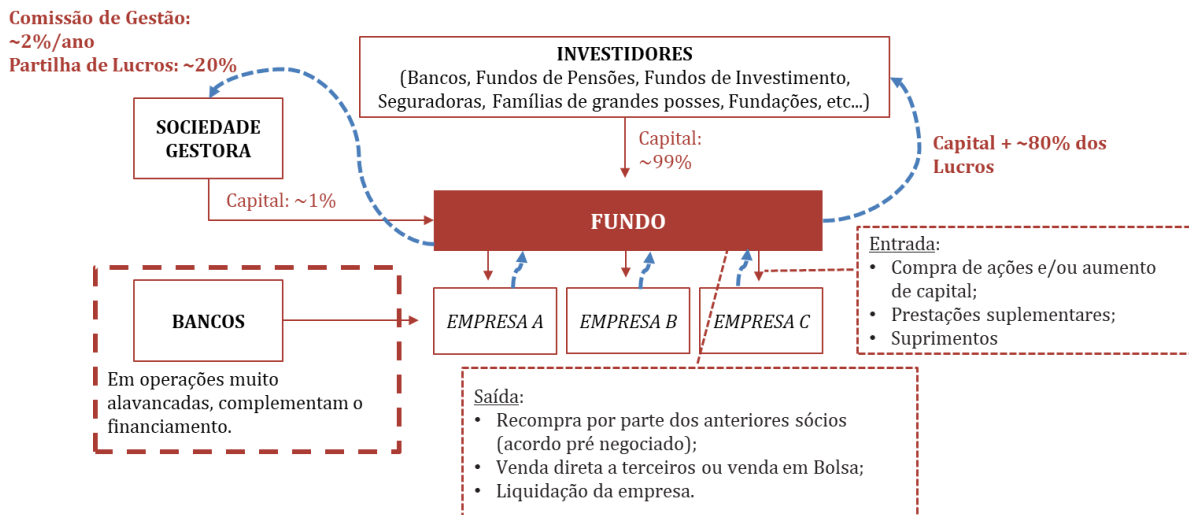
A estrutura de financiamento por capital de risco pode ser segmentada da seguinte forma:



Ambos os fundos de capital de risco fornecem capital em troca de uma participação na empresa, diferenciando-se apenas quanto ao *timing* de entrada:



O esquema seguinte sintetiza a forma de funcionamento desta tipologia de financiamento:



O financiamento por capital de risco tem algumas vantagens diferenciadoras de outras fontes de financiamento, como sejam:

- Partilha risco com os sócios/acionistas;
- Financiamento sem garantias pessoais ou reais;
- Apoio na gestão e aconselhamento técnico-financeiro especializado;
- Facilitação no que respeita ao estabelecimento de redes de contacto;
- Contrariamente aos empréstimos bancários, não existem juros nem pagamento de encargos financeiros. A remuneração é realizada através das mais-valias pela venda da participação.

Os Business Angels tratam-se de investidores particulares, que procedem à análise de ideias de negócio com carácter menos formal dos FCR (Fundos de Capital de Risco). Os investidores assumem o risco individualmente, isto é, investem capital e “apostam” em pessoas, na medida em que possuem conhecimentos empresariais e beneficiam de rede de contactos e de acesso aos mercados.

Gostam de apostar em ideias e avaliá-las em função da receptividade dos clientes e havendo já alguma validação de mercado.

#### d) Retenção dos lucros (Autofinanciamento)

Nem sempre o financiamento por capitais próprios exige um aumento do capital realizado. A retenção de lucros (não distribuição de dividendos) é uma fonte de financiamento alternativa.

#### e) Prestações suplementares/acessórias

Trata-se de uma fonte de financiamento de capital próprio sem aumento do capital realizado, correspondente a empréstimos dos sócios/accionistas à empresa que, por não poderem ser restituídas se o valor do capital próprio ficar inferior à soma do capital realizado e da reserva legal (norma do artigo 35.º do Código das Sociedades Comerciais), são considerados como capital adicional. Contudo, não implicam um aumento do capital ou, caso haja a restituição, uma redução. São consideradas uma parte móvel do capital próprio.

As prestações suplementares (entrada ou saída) dependem sempre de uma deliberação, mediante autorização no contrato de sociedade originário, e não são remuneradas.

#### f) [Equity Crowdfunding](#)

O crowdfunding é um método de financiamento colectivo, através de plataformas online, que permite que empresas ou projectos concretos sejam financiados por vários investidores, que contribuem com pequenas parcelas do investimento total necessário.

No crowdfunding de capital, a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respectivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros.

#### – Fontes de capital alheio

A dívida como fonte de financiamento tem um conjunto de características, que decorre dos direitos que lhe estão associados, e que a diferencia das restantes fontes:

- Recebimento de juros (taxa fixa ou taxa variável);
- Reembolso do capital (gradual crescente, decrescente ou constante, ou bullet);
- Controlo (indirecto) das decisões de gestão;
- Covenants (financeiros e não financeiros) que permitem a cessão antecipada dos contratos de financiamento.

#### a) [Empréstimos bancários](#)

Não é por acaso que esta é a fonte de financiamento mais utilizada pelas empresas nacionais, pois tem várias vantagens que se ajustam ao perfil dos empresários:

- Operação relativamente pouco onerosa, sobretudo para as PME e quando comparada com operações no mercado de capitais, bem como com o capital de risco e crowdfunding.
- Financiamento montado com rapidez, sem grande burocracia processual e com elevada flexibilidade às efectivas necessidades de financiamento das empresas.
- Devido ao facto de ser uma operação somente entre duas partes, permite que a empresa preste toda a informação à instituição financeira, por forma a que esta avalie o risco da empresa, sem correr o risco que essa informação chegue aos seus concorrentes.
- Não obriga a que a empresa tenha rating.

Tipo de dívida bancária existente:

- Crédito por desembolso vs. Crédito por Assinatura:
  - O Crédito por Desembolso trata-se de uma operação que implica uma mobilização imediata de fundos por parte da empresa (p.ex. Conta-Corrente, Mútuo, Leasing, etc.);

- O Crédito por Assinatura não envolve uma aplicação imediata de recursos por parte do banco, mas assume um compromisso de pagamento (p.ex. emissão de garantias bancária, créditos documentários de importação e exportação, etc.).
- Crédito financeiro vs. Crédito comercial:
  - O Crédito Financeiro trata-se de operações de financiamento onde o risco de crédito está integralmente do lado do tomador do financiamento (p.ex. Conta-Corrente, Mútuo, Leasing Financeiro, etc.).
  - No Crédito Comercial o risco de crédito está “mitigado” por uma terceira parte e/ou sustentado num documento comercial (letra, cheque, fatura, contrato). (p.ex. Desconto de Letras, Desconto de Remessas, Factoring, etc.).

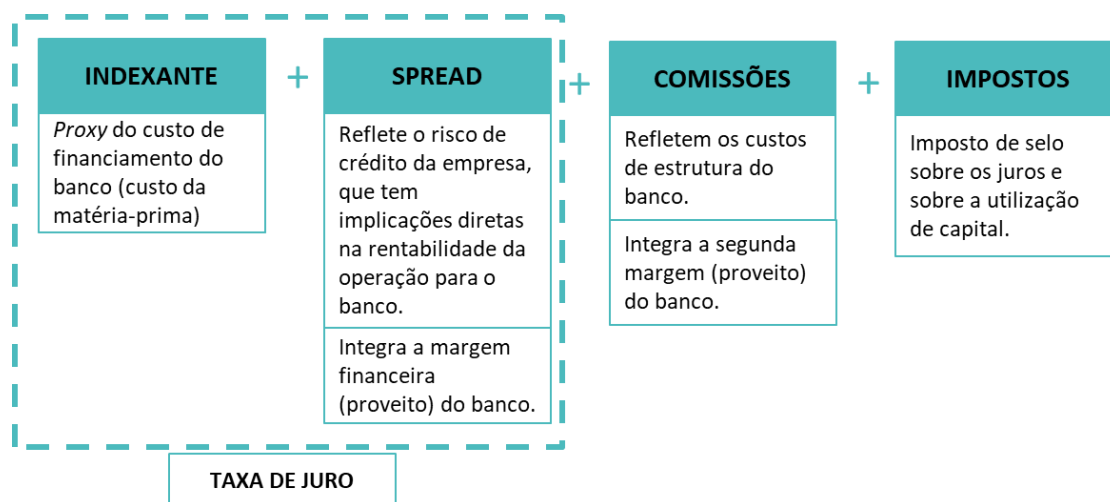
A seguir elabora-se uma ficha técnica tipo com as principais características definidoras de um empréstimo bancário:

– Finalidade:	A operação de crédito pode (e deve) ter uma finalidade bem definida (Conta-Corrente para reforço do fundo de maneo; Mútuo para financiamento de investimento). A finalidade muitas vezes define o tipo de crédito: hipotecário, automóvel, investimento, construção, etc.
– Montante:	A sua definição está diretamente ligada ao objeto de financiamento, sendo que o seu valor não tem de ser igual ao custo de aquisição do bem ou à integral necessidade de FM.
– Prazo:	Curto prazo (até 1 ano), médio prazo (entre 1 e 5 anos) e longo prazo (superior a 5 anos). O princípio do equilíbrio financeiro aconselha que se financie um ativo através de uma fonte de financiamento com uma maturidade ou exigibilidade compatível com a via económica desse activo e respectiva capacidade para se transformar em dinheiro.
– Reembolso:	Reembolsos contínuos, com prestações constantes, crescentes e decrescentes; ou Reembolso único no final do prazo (bullet); com (ou sem) período de carência (período durante o qual, a contar do início do contrato, a empresa não reembolsa capital).
– Taxa de juro:	Taxa de juro fixa (mantém-se inalterada até ao final do prazo, caso não ocorra qualquer incumprimento por parte da empresa, o que permite determinar os outflows do empréstimo desde o momento inicial) ou taxa de juro variável: altera-se ao longo do empréstimo em conformidade com a variação do indexante (Euribor). O momento de alteração da taxa de juro é determinada contratualmente e está normalmente associado ao período de pagamento de juros.
– Garantias:	Gerais (cash-flows da empresa) ou específicas (p.ex. hipoteca). Podendo ser corporate (hipoteca, penhor, garantia mútua e bancária, consignação de rendimentos) e/ou pessoais (todas as corporate em nome pessoal e aval/fiança).



– Covenants financeiros:	<p>Valores mínimos/máximos para rácios financeiros:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Grau de Autonomia Financeira: (Capitais Próprios / Activo) &gt; X%, garantindo a manutenção de um determinado nível de solvabilidade da empresa.</li> <li>– Rácio de Alavancagem: (Dívida Líquida / EBITDA) &lt; Yx, garantindo o não sobreendividamento.</li> <li>– Cobertura do Serviço da Dívida: (Juros + Reembolso) / EBITDA &lt; Kx, garantindo a manutenção da capacidade de pagar todo o serviço da dívida bancária.</li> <li>– Loan-to-Value (LTV): (Empréstimo / Garantia Reral) &lt; X%, garantindo a manutenção de uma margem de segurança para precaver eventuais desvalorizações dos ativos prestados em garantia.</li> </ul>
– Covenants não financeiros:	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Cláusulas de default (negative pledge, ownership clause, pari-passu, cross default).</li> <li>– Reporting periódico.</li> <li>– Limitação ao endividamento, a fusões/spin-offs e ao pagamento dividendos.</li> <li>– Event triggering.</li> </ul>

Finalmente, nota para a importância do cálculo do *all-in cost*, assumindo que o custo da dívida não se restringe à taxa de juro:



O *all-in cost* reflecte não só o custo do capital (rating), como os custos de transacção e os riscos da operação. O cálculo efectivo do *all-in cost* pode ser sistematizado na seguinte expressão:

$$C_0(1 - c_e) = \sum_{t=1}^n \frac{I_t(1 + c_j)}{(1 + r_d^*)^t} + \frac{M(1 + c_r)}{(1 + r_d^*)^n}$$

Onde,

$C_0$  = Montante obtido junto dos credores.

$I_t$  = Juros periódicos.

$M$  = Reembolso.

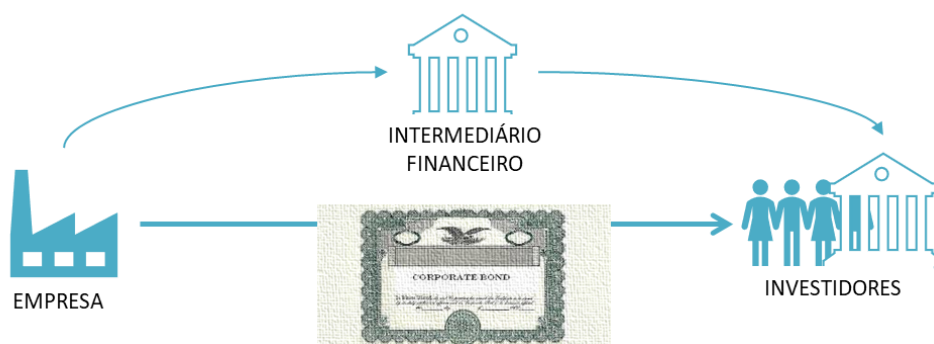
$c_e$ ,  $c_j$  e  $c_r$  = Custos (em %) com emissão, juros e reembolso, respectivamente.

Este sim é o critério mais relevante para a escolha entre soluções alternativas de financiamento por capital alheio, pois mede o verdadeiro custo do capital alheio para a empresa

#### b) Emissão de dívida (obrigações e papel comercial)

A emissão de dívida por parte das empresas pode ser efectuada através de um programa de emissão de obrigações (maturidades mais longas) ou ao abrigo de um programa de emissão de papel comercial (maturidades mais curtas).

Quer num caso, quer no outro, está-se na presença de um valor mobiliário, representativo de dívida de uma empresa (ou do Estado) em relação a terceiros. Este título de dívida que pode ser de curto, médio ou longo prazo (maturidade do empréstimo) e confere ao seu detentor o direito a receber da entidade emitente um prémio de emissão ou de reembolso, bem como eventualmente, juros nos termos estipulados na data da emissão do valor mobiliário em questão.



Normalmente, face aos demais instrumentos de financiamento, apresentam condições mais vantajosas (em termos de juro), devido ao facto do risco ser partilhado por vários investidores e da liquidez dos títulos. Apesar de existirem emissões com garantias associadas (Mortgage Bonds ou Collateral Bonds), a maior parte da dívida é emitida sob a forma de Unsecured bonds (risco geral da empresa).

No actual quadro fiscal nacional, a emissão de dívida corporate beneficia ainda de um incentivo com a isenção de liquidação de imposto de selo sobre as emissões e sobre os juros pagos.

Permite ainda adicionar ao financiamento certas características especiais, tais como a possibilidade de ser convertido em capital próprio, reembolso antecipado (callable bonds, onde o emitente tem a opção de extinguir a obrigação antecipadamente, pagando o montante em dívida; ou puttable bonds, onde a opção de pedir o reembolso antecipado é do investidor), etc.

#### c) Leasing

Existem duas modalidades de leasing, que se comparam da seguinte forma:

LEASING FINANCEIRO	LEASING OPERACIONAL
<ul style="list-style-type: none"> <li>• O valor atual das rendas por pagar é inferior ao valor actual do equipamento.</li> <li>• Opção de compra no final do contrato é de valor bastante reduzido.</li> <li>• Duração do leasing normalmente igual ao da vida útil do equipamento.</li> <li>• Não existe opção de cancelamento antes do final do contrato.</li> <li>• Manutenção, seguros, impostos da responsabilidade do locatário.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O valor actual das rendas por pagar é geralmente igual ao valor actual do equipamento.</li> <li>• Opção de compra no final do contrato (a existir) é de valor bastante significativo (próximo do valor de mercado do equipamento).</li> <li>• Duração do leasing inferior à vida útil do equipamento (inferior a 75% da vida útil).</li> <li>• Opção de cancelamento antes do final do contrato.</li> <li>• Manutenção, seguros, impostos da responsabilidade do locador.</li> <li>• O locatário não corre riscos se o equipamento se tornar obsoleto.</li> <li>• Rendas são consideradas custo operacional.</li> </ul>

#### d) Crowdlending

O crowdlending é a modalidade do financiamento colaborativo (crowdfunding) onde um conjunto de investidores/aforradores financiam em dinheiro directamente uma empresa que precise desse capital, através de uma plataforma on-line que intermedeia o processo e faz a aferição do risco de crédito da operação.

Também conhecido por peer-to-peer lending (p2p lending), o crowdlending assume-se tanto como uma alternativa de financiamento para as PME, como uma oportunidade de investimento apelativa para os particulares.

#### – Instrumentos de financiamento híbridos

Estes instrumentos fazem a combinação de direitos e riscos das fontes de financiamento por capitais próprios e dívida. Por exemplo, permitem a oferta aos obrigacionistas (dívida) da possibilidade de partilhar dos ganhos associados à criação de valor para os accionistas (equity).

##### a) Obrigações com Warrant

O warrant é um direito de compra de acções da empresa a um preço de exercício pré-fixado, que pode ser exercido numa determinada data, ou período de tempo. Neste caso o warrant está associado a uma emissão obrigacionista, sendo que o exercício da opção não extingue a obrigação, pelo que após o exercício os dois títulos são transacionados de forma independente.

Quando o warrant é exercido a empresa emite novas acções (ou vende acções próprias), aumentando assim o número de acções da empresa em circulação e recebendo o preço de exercício. Ao contrário, no caso de uma call, se o comprador resolver exercer a opção, o vendedor da call tem de entregar as acções (se não as detiver terá de as adquirir no mercado secundário).

O warrant é similar a uma opção de compra (call) sobre as ações de uma empresa. No entanto, há duas diferenças importantes: o vendedor do warrant é a própria empresa, (e não o investidor como acontece na call), que como tal recebe o prémio; no caso das obrigações com warrants o “prémio” traduz-se num juro mais baixo para este instrumento híbrido (do que no caso de uma obrigação clássica).

#### b) Obrigações convertíveis

Trata-se de uma obrigação que pode ser convertida, por opção do obrigacionista, num número pré-determinado de acções, em determinada data, a um preço de exercício variável (depende do valor da obrigação na data de exercício) e pago em espécie (preço de conversão).

Neste caso a obrigação extingue-se após exercício da opção e a opção nunca pode ser destacada da obrigação e transacionada de forma independente.

A obrigação rende juros até à sua maturidade ou até a opção de conversão ser exercida. Tal como nas obrigações com warrant, também aqui os juros são mais reduzidos do que numa obrigação clássica por forma a compensar o emitente da opção de conversão.

Quadro resumo de fontes de financiamento

