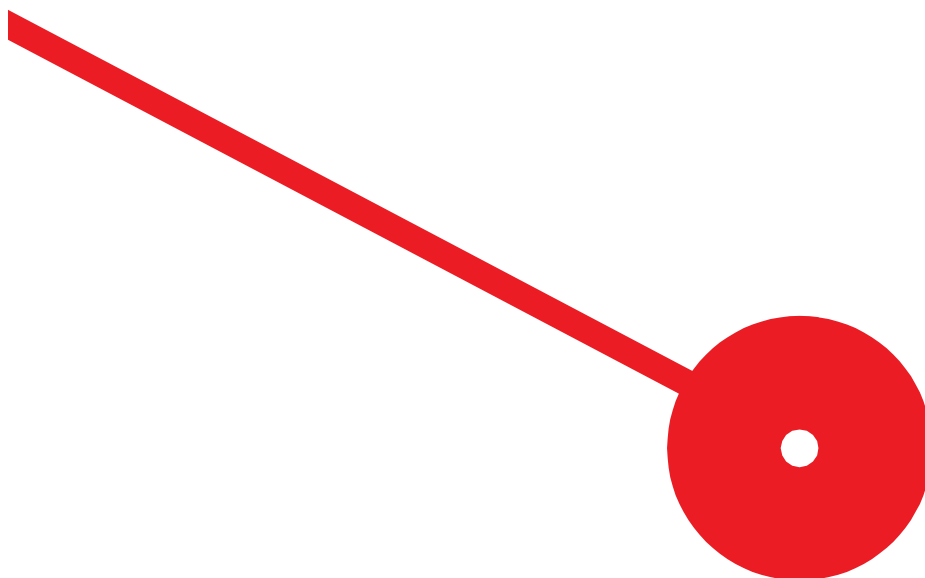




# O papel da dívida obrigacionista nas empresas do PSI-20

Rui Miguel Neves Coelho

07/2020



M

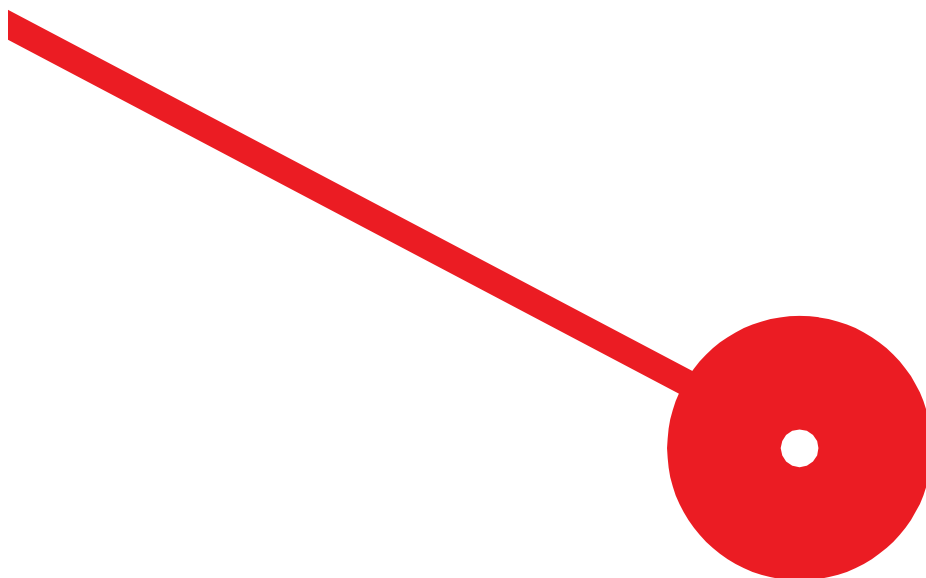
MESTRADO  
EM FINANÇAS EMPRESARIAIS

# O papel da dívida obrigacionista nas empresas do PSI-20

Rui Miguel Neves Coelho

**Dissertação de Mestrado**

**Apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais, sob orientação do Professor Doutor Armando Silva**



## **Agradecimentos**

Antes de iniciar a exposição deste trabalho, gostaria de agradecer ao Professor Doutor Armando Silva que se disponibilizou, desde o primeiro momento, a orientar a presente dissertação.

Agradeço à minha família, em especial à minha esposa Ana e filha Maria, pela sua compreensão e por me terem ajudado na consecução deste objetivo. A todos os colegas do Mestrado, pela amizade e cooperação.

A todos os que, em diferentes épocas, em graus diversos e à sua maneira, contribuíram para dar vida a este trabalho e porque me sinto devedor do quanto me ensinaram, expresso o meu reconhecimento.

“Aprender é a única coisa de que a mente nunca se cansa, nunca tem medo e nunca se arrepende” Leonardo da Vinci

## Resumo

Este trabalho teve como objetivo compreender o papel, enquanto forma de financiamento, da emissão de títulos obrigacionistas pelas empresas do *Portuguese Stock Index* (PSI-20).

Sendo o crédito bancário a principal fonte de recurso de capital alheio das empresas portuguesas, apontada pelos Inquéritos de Conjuntura ao Investimento (ICI) do Instituto Nacional de Estatística (INE), de 2009 a 2018, analisamos a evolução da estrutura de financiamento das empresas nacionais. Por contraponto, analisamos também os Relatórios Sobre os Mercados e Valores Mobiliários da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), para o mesmo período temporal, no que se refere ao número de emissões obrigacionistas efetuadas pelas empresas nacionais em Portugal.

Segundo Valeiro (2016) o financiamento obrigacionista, nas empresas do PSI-20, não é uma moda ou algo passageiro. Em meados de 2008, instalou-se o pânico no mercado monetário interbancário, a falência do *Lehman Brothers* agravou em muito o receio das instituições de crédito, o que gerou uma escassez de liquidez. Apesar de não nos ser possível determinar uma relação causa e efeito, a partir desta data, foi possível ver grande parte das maiores empresas recorrer ao financiamento obrigacionista. O peso relativo da dívida obrigacionista foi-se consolidando cada vez mais sendo a principal fonte de capital alheio das empresas do PSI-20.

Por análise da totalidade das emissões obrigacionistas das empresas constituintes da amostra, foi-nos possível apurar as suas determinantes e definir um padrão, ou seja, verificou-se que as emissões “públicas” apresentam uma maturidade média de 8 anos e taxa de cupão média de 2,833%.

Foi-nos possível ainda confirmar que, face a esta tendência e no que respeita às empresas do PSI-20, estamos perante um mercado bancário onde deixamos de ter bancos enquanto agentes disponibilizadores de fundos e passamos a ter bancos enquanto agentes prestadores de serviços no acesso a fundos.

**Palavras-chave:** empréstimos obrigacionistas, empréstimos bancários, PSI-20

## ***Abstract***

*The purpose of this dissertation is to understand the importance of bonds issue as a source of funding to companies listed in Portuguese Stock Index (PSI-20).*

*Once bank loans are commonly seen as the principal external source of funding to companies by National Statistical Entity (hereinafter referred to as “INE”), from 2009 to 2018, we analysed the evolution of the companies financing structure. In contrast, we analysed the Markets and Securities Reports from Portuguese Securities Market Commission (hereinafter referred to as “CMVM”), for the same time period, with regard to the number of bonds issue made by PSI-20 companies in Portugal.*

*According to Valeiro (2016) bonds as the main source of funding in a company is not a fad. In 2008 (subprime crisis), panic was a general feeling in the interbank money market, generating a liquidity shortage, amplified by Lehman Brothers fails. In spite of not being possible to establish a direct link between this event and the upward tendency in the number of bonds issued, the truth is that after this date it is visible an increase in the use of bonds as the main source of funding.*

*Focusing on the bonds issue by PSI-20 companies, it was possible to identify a pattern in this process, it was found that, among other determinants, on average, the "public" issues had a maturity of 8 years and a coupon rate of 2,833%.*

*It was also possible to conclude that, based on this trend and with regard to PSI-20 companies, we are facing a banking market where the banks are now seen as service suppliers in the process of market access and bonds issue, rather than as money borrowers, as happened in the past.*

***Key word:*** *bonds issue, bank loans, PSI-20*

## Índice Geral

Agradecimentos .....	i
Resumo .....	ii
<i>Abstract</i> .....	iii
Índice Geral .....	iv
Capítulo I - Introdução .....	1
Capítulo II – Contextualização .....	3
2.1. Estrutura de Financiamento das Empresas .....	3
2.2. Breve Análise da Evolução do Crédito Bancário em Portugal .....	6
2.3. Dívida Privada Emitida em Portugal – Segmento Obrigacionista.....	9
Capítulo III – Revisão de Literatura .....	12
3.1. Principais teorias da estrutura de capitais .....	12
3.2. Determinantes da Estrutura de Capitais.....	15
3.3. Natureza do Endividamento.....	19
3.4. Hipóteses de Investigação.....	23
Capítulo IV- Metodologia .....	26
4.1. Análise histórica de <i>Case Study</i> .....	26
4.2. Análise Qualitativa .....	27
4.3. Análise Quantitativa - Estatística.....	29
Capítulo V - Análise Empírica .....	30
5.1. Análise Empresa a Empresa .....	30
Altri, S.G.P.S., S.A.....	30
Corticeira Amorim, S.G.P.S., S.A.....	32
CTT Correios de Portugal, S.A. ....	33
EDP – Energias de Portugal, S.A.....	35
Galp Energia, S.G.P.S., S.A.....	37
Ibersol, S.G.P.S., S.A. ....	38
J. Martins, S.G.P.S, S.A. ....	39
Mota-Engil, S.G.P.S., S.A.....	41
NOS, S.G.P.S., S.A. ....	42
Pharol, S.G.P.S, S.A.....	44
Ramada Investimentos e Indústria, S.A. ....	46
REN - Redes Energéticas Nacionais, S.G.P.S., S.A. ....	47
Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A. ....	49

Sonae, S.G.P.S., S.A. ....	50
Sonae Capital, S.G.P.S., S.A. ....	52
5.2. Análise da Amostra Total .....	53
5.3. Análise de Resultados e Discussão .....	55
Conclusão .....	61
Bibliografia.....	63

## Capítulo I - Introdução

Qual o papel da dívida obrigacionista como forma de financiamento das empresas do PSI-20 no horizonte temporal 2009-2018? Esta é a questão em torno da qual se centra a investigação da presente dissertação.

Para a concretização deste objetivo geral foram definidos três objetivos específicos que têm relação direta com as três hipóteses de partida formuladas:

- i) Analisar a evolução do passivo financeiro das empresas do PSI-20 (2009-2018);
- ii) Perceber qual ou quais as razões que determinam a emissão de dívida obrigacionista (em detrimento de outras opções);
- iii) Averiguar se é possível determinar um padrão de comportamento, entre as várias emissões obrigacionistas.

Segundo Valeiro (2016) a dívida obrigacionista trata-se de um tema pouco estudado na medida em que poucos autores têm como base de trabalho a realidade portuguesa, e os que o têm, não fazem uma abordagem empírica por interpretação de dados históricos mas sim por regressões lineares e análise de variáveis tendo em conta pressupostos.

Com este trabalho pretende-se contribuir, por um lado, para a promoção de um mercados de capitais eficiente, dinâmico e sustentável e, por outro, para que os gestores das empresas nacionais possam tomar decisões adequadas com o crescimento dos seus negócios uma vez que este estudo avalia quer quantitativamente quer qualitativamente as razões que determinam a emissão de dívida obrigacionista.

Em termos de organização, no Capítulo II da presente dissertação haverá um enquadramento lógico do tema. Será abordada a estrutura de financiamento das empresas em Portugal. Sendo que a principal referência relativamente a formas de financiamento é, grosso modo, a banca, faremos uma breve análise sobre evolução do sector bancário e as dificuldades colocadas por este na concessão de crédito às empresas nacionais. Serão também apresentados os resultados do Relatório Sobre os Mercados e Valores Mobiliários da CMVM (2018) no que diz respeito à evolução das emissões obrigacionistas em Portugal.

No Capítulo III será efetuada uma Revisão de Literatura em que serão abordadas as principais teorias da estrutura de capitais: a teoria de *trade-off*, a teoria dos custos de

agência, a teoria de *pecking order* e a teoria do *market timing*. Serão abordados os fatores comuns que influenciam a estrutura de financiamento das empresas: dimensão, tangibilidade, oportunidades de crescimento, risco de negócio, vantagens fiscais e resultados. Em estreita ligação com a teoria financeira anteriormente mencionada será também investigada a literatura sobre a proveniência do financiamento no que concerne à dicotomia empréstimos bancários vs. empréstimos obrigacionistas.

No Capítulo IV descrevemos a metodologia utilizada na investigação, nomeadamente, a análise histórica de *Case Study* múltiplo de carácter descritivo e comparativo, a qualitativa (com recurso à técnica da entrevista exploratória) com o objetivo de fundamentar a análise histórica e compreender melhor se as decisões de financiamento destas empresas resultam de uma decisão estratégica ou eventual alteração das condições de mercado e, a quantitativa-estatística por análise de dados secundários extraídos da plataforma *Bloomberg* com vista à caracterização da dívida.

Para responder à questão de investigação analisaremos, no Capítulo V, os dados financeiros das empresas que constituem o principal índice de referência português, o PSI-20. Relacionaremos os capitais alheios angariados pelas empresas com o seu passivo total e com o seu passivo financeiro. Em termos qualitativos serão também divulgados os resultados das entrevistas exploratórias. Esta análise contará com uma visão empresa a empresa, enquadrada no setor respetivo e, por último, uma análise consolidada considerando a totalidade da amostra.

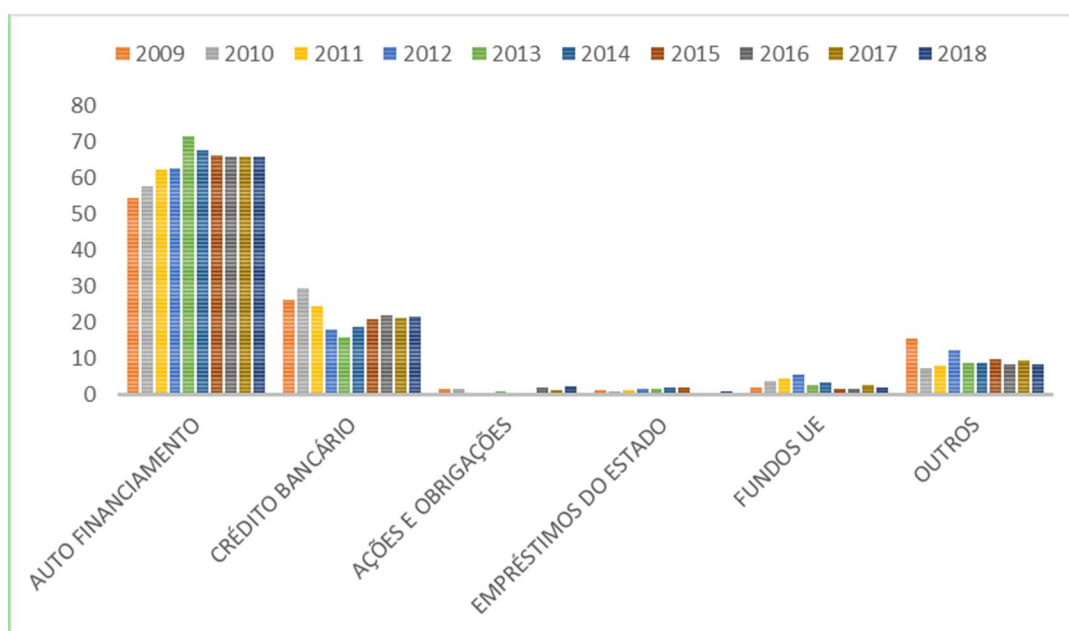
Tal como poderemos verificar ao longo da presente dissertação, para as empresas do PSI-20, o financiamento bancário também é importante mas não é deste que as empresas mais dependem. Para a generalidade das empresas do PSI-20, a maior parte do seu passivo financeiro diz respeito exatamente a financiamento obrigacionista.

Por fim são apresentadas as conclusões e algumas limitações e recomendações futuras.

## Capítulo II – Contextualização

### 2.1. Estrutura de Financiamento das Empresas

O financiamento é crucial para as empresas investirem e expandirem, mas também para realizarem a sua atividade no curto prazo. Algumas empresas financiam-se essencialmente através de fundos internos, enquanto outras empresas financiam-se sobretudo por recursos externos. Em muitos casos é necessário considerar tipos de financiamento alternativos para obter as condições pretendidas. Dado isto, é importante perceber a estrutura de capitais, para tal vamos considerar as fontes de financiamento do investimento das empresas<sup>1</sup> em Portugal (Gráfico 1).



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

Fonte: Gráfico elaborado pelo autor com base nos Inquéritos de Conjuntura ao Investimento (ICI) do INE, de 2009 a 2018

Considerando o intervalo temporal entre 2009 e 2018, verifica-se distintamente que o autofinanciamento é a principal origem de capitais, representando sempre mais de metade das fontes de financiamento. Se excluirmos os capitais próprios, o banco é o agente financiador por excelência. Apesar de sofrer variações ao longo do tempo o crédito

<sup>1</sup> O Inquérito de Conjuntura ao Investimento (ICI) foi realizado a uma amostra de 3.731 empresas com mais de 4 pessoas ao serviço e classificadas nas divisões 05 a 82 da CAE-Rev. 3, com um volume de negócios no ano de seleção da amostra de pelo menos 125 mil euros. As empresas com 250 ou mais pessoas ao serviço foram inquiridas de forma exhaustiva.

bancário assume valores na ordem dos 20%. Se considerarmos, por exemplo, de 2009 a 2011, e de acordo com a mesma fonte (INE), o crédito bancário representou cerca de 30% da origem do financiamento ao investimento.

De acordo com Valeiro (2016), tendo em conta o tecido empresarial português, constituído na sua grande maioria por pequenas e médias empresas, é natural que as fontes de financiamento preferenciais sejam as já referidas (auto financiamento e crédito bancário). Para emitir quer ações quer obrigações é necessário cumprir determinados requisitos que apenas uma pequena percentagem das empresas consegue cumprir<sup>2</sup>. Neste sentido é uma forma de financiamento “restritiva” ou seja, apenas um reduzido número de empresas pode fazer uso dela, facto justificativo da baixa percentagem apresentada no Gráfico 1.

Para poder contextualizar os dados na realidade económica portuguesa é preciso ter em conta que, segundo a publicação Estatísticas das Empresas (2018), existiam, em 2018, 1 278 164 empresas não financeiras em Portugal (864 397 Empresas Individuais e 413 767 Sociedades). Destas, 1 276 963 são de dimensão PME e apenas 1 144 eram consideradas grandes empresas do setor não financeiro, o que representa 0,09% do tecido empresarial português. Sabemos que o estatuto de “grande empresa” não é elemento essencial para a emissão obrigacionista mas este exercício serve como elemento explicativo da baixa percentagem de empresas que cumpriria os requisitos para emitir um empréstimo obrigacionista. Se tivermos em consideração que as emissões obrigacionistas de maior relevância no mercado (pela notoriedade junto do investidor) são, essencialmente, das empresas cotadas no índice PSI-20 falamos de uma percentagem ainda mais reduzida.

O Relatório Anual sobre o Mercado de Valores Mobiliários publicado pela CMVM (2018) refere, em linha com alguma teoria financeira, que os gestores das empresas nacionais optam em primeiro lugar por recorrer ao autofinanciamento em virtude do

---

<sup>2</sup> Podem emitir obrigações as sociedades cujo contrato esteja definitivamente registado há mais de 1 ano, salvo se: tenham resultado de fusão ou cisão de sociedades das quais, pelo menos, uma se encontre registada há mais de 1 ano, ou, o Estado ou entidade pública equiparada detenha a maioria do capital social da sociedade, ou, as obrigações forem objeto de garantia prestada por Instituição de Crédito, pelo Estado ou entidade pública equiparada. Nos casos restantes as sociedades só poderão emitir obrigações desde que o montante das mesmas não exceda o dobro dos seus capitais próprios, considerando a soma do preço de subscrição de todas as obrigações emitidas e ainda não amortizadas. O cumprimento do limite de emissão deve ser verificado através de parecer do conselho fiscal ou do fiscal único, sendo determinado de acordo com a seguinte fórmula: Capitais Próprios = (Capital Social - Ações Próprias) + Reservas + Resultados Transitados + Ajustamentos de partes de capital em sociedades coligadas. Não existem limites específicos para sociedades emittentes (i) de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, ou (ii) que apresentem notação de risco atribuída por sociedade de notação de risco registada na CMVM, ou (iii) cujo reembolso das respetivas emissões seja assegurado por garantias especiais constituídas a favor dos obrigacionistas. O prazo de emissão poderá ser fixado sem qualquer limitação (geralmente, varia entre 3 e 10 anos). Principal Legislação que enquadra as Emissões de Obrigações: Código das Sociedades Comerciais, nomeadamente Artigos 348º e 349º; Código dos Valores Mobiliários.

menor custo de oportunidade e, como tal, a pouca adesão ao financiamento via mercado de capitais, por parte das empresas nacionais, deve-se às seguintes razões:

- Assimetrias de informação, mais acentuadas nas empresas de menor dimensão, bem como enviesamentos comportamentais;
- Custos de assessoria financeira e jurídica inerente à criação de uma estrutura na empresa para o relacionamento com o mercado, acionistas e reguladores; Encargos relacionados com a publicação regular de informação e com a auditoria às contas (transparência), nomeadamente para mitigar assimetrias de informação; Encargos decorrentes das taxas cobradas pelos mercados e pelos reguladores.
- Outra potencial desvantagem do financiamento através do mercado de valores mobiliários é a ausência da *'relationship lending'*. A relação entre o financiador (normalmente o banco) e o financiado (a empresa) extravasa o mero conhecimento das informações financeiras e é usada para 'substituir' assimetrias de informação funcionando como um seguro de liquidez para as empresas que necessitem de fundos em *short-notice* e almofada para flutuações na disponibilidade de crédito/fundos para as empresas.

Também de acordo com o estudo realizado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) *"Improving Access to Capital for Portuguese Companies"* (2020), após a crise financeira global de 2008 e a subsequente crise da dívida soberana na Europa, o Governo Português tomou medidas importantes para relançar a economia, nomeadamente, abordando a capitalização das empresas e a recuperação do investimentos. No entanto, a elevada dependência de empréstimos bancários, um número reduzido de empresas cotadas e a presença diminuta de investidores institucionais levou a que o mercado de capitais português não tenha desenvolvido o seu potencial. A economia portuguesa carece, portanto, de esforços para desenvolver um mercado de capitais mais diversificado e integrado. O inquérito da OCDE sobre o acesso ao financiamento em Portugal abrangiu 253 grandes empresas nacionais não cotadas. Desta amostra, foram inquiridas 151 empresas, que não tencionam emitir obrigações corporativas nos próximos três anos, acerca das razões para não fazê-lo. 106 Empresas (68%) mencionaram que o financiamento bancário é preferível. Adicionalmente, 60% das inquiridas referiram a baixa liquidez do mercado de capitais nacional, a ausência necessidade de financiamento alheio e a falta de ambiente favorável. Cerca de 55% das

empresas referem regulamentação complexa e altos custos (taxas). Menos de 50% das empresas referem questões relacionadas com a falta de experiência, exigência de transparência, supervisão regulatória, divulgação de informação e exposição ao escrutínio público.

## 2.2. Breve Análise da Evolução do Crédito Bancário em Portugal

O período compreendido entre 2009 e 2018 é caracterizado por uma diminuição na taxa de crescimento do crédito bancário quer ao setor não financeiro<sup>3</sup> quer às empresas privadas (Quadro 1).

Ano	Setor Não Financeiro Dívida Total	Variação (%)	Empresas Privadas Dívida Total	Variação (%)
2009	617 794,12		265 852,61	
2010	657 846,35	6,5%	275 714,29	3,7%
2011	684 082,92	4,0%	274 309,02	-0,5%
2012	711 451,20	4,0%	287 643,07	4,9%
2013	708 311,90	-0,4%	278 013,87	-3,3%
2014	708 550,59	0,0%	269 621,87	-3,0%
2015	707 049,16	-0,2%	265 290,38	-1,6%
2016	710 288,85	0,5%	260 931,50	-1,6%
2017	717 659,20	1,0%	264 452,69	1,3%
2018	717 109,14	-0,1%	257 655,83	-2,6%

**Quadro 1 - Análise da evolução do crédito bancário em termos absolutos (Unidade de medida: Euros; Potenciação 10<sup>6</sup>)**

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos dados do Banco de Portugal (2018)

Não obstante a taxa de crescimento do crédito não ser constante podemos evidenciar que, por traços gerais, há uma tendência de decréscimo na concessão de crédito nos anos posteriores a 2012.

Como exceção a esta tendência decrescente podemos evidenciar que no período compreendido entre 2009 e 2012 onde, tanto para o setor não financeiro como especificamente para as empresas privadas, houve um aumento expressivo do montante de crédito concedido.

<sup>3</sup> O endividamento do setor não financeiro compreende as posições em final de período das sociedades não financeiras, administrações públicas e particulares (incluindo estes últimos as famílias, os empresários em nome individual e as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias), referentes a passivos sob a forma de empréstimos, títulos de dívida (valor nominal) e créditos comerciais.

Segundo Leão (2009), neste período, vários segmentos do mercado monetário interbancário pura e simplesmente desapareceram, sobretudo nos prazos mais longos. Neste contexto, os bancos deficitários de reservas que procuravam financiar-se junto de outros bancos deixaram de conseguir fazê-lo e, em consequência, começaram a reduzir o crédito às famílias e empresas.

De igual modo, se tivermos em conta a dívida total em percentagem do PIB, o volume de crédito concedido à economia também apresenta uma clara tendência de descida após 2012 (Quadro 2).

Ano	Setor Não Financeiro Dívida Total % PIB	Variação (%)	Empresas Privadas Dívida Total % PIB	Variação (%)
2009	352,12		151,53	
2010	365,61	3,8%	153,23	1,1%
2011	388,32	6,2%	155,71	1,6%
2012	422,48	8,8%	170,81	9,7%
2013	416,00	-1,5%	163,28	-4,4%
2014	409,38	-1,6%	155,78	-4,6%
2015	393,22	-3,9%	147,54	-5,3%
2016	380,89	-3,1%	139,92	-5,2%
2017	368,76	-3,2%	135,89	-2,9%
2018	355,69	-3,5%	127,80	-6,0%

#### **Quadro 2 - Análise da evolução do crédito bancário em % do PIB**

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos dados do Banco de Portugal (2018)

Não obstante a taxa de crescimento do crédito às sociedades não financeiras (que já inclui as empresas privadas) não ser constante é notório o decrescimento do crédito ao setor não financeiro quando medido em percentagem do PIB a partir de 2013 e de forma mais intensiva a partir de 2015. Segundo Vieira (2013) verificou-se que as empresas portuguesas diminuíram o seu nível de endividamento, fruto dos choques na oferta de crédito verificados neste período.

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

Para apurar se os bancos estão de facto a dificultar o acesso ao crédito teremos por base, uma vez mais, o inquérito de conjuntura ao investimento do INE. Para tal analisaremos

em específico as respostas das empresas quando questionadas sobre a dificuldade na obtenção de crédito bancário para investimento (Gráfico 2).



### **Gráfico 2 - Empresas com dificuldade em obter crédito bancário**

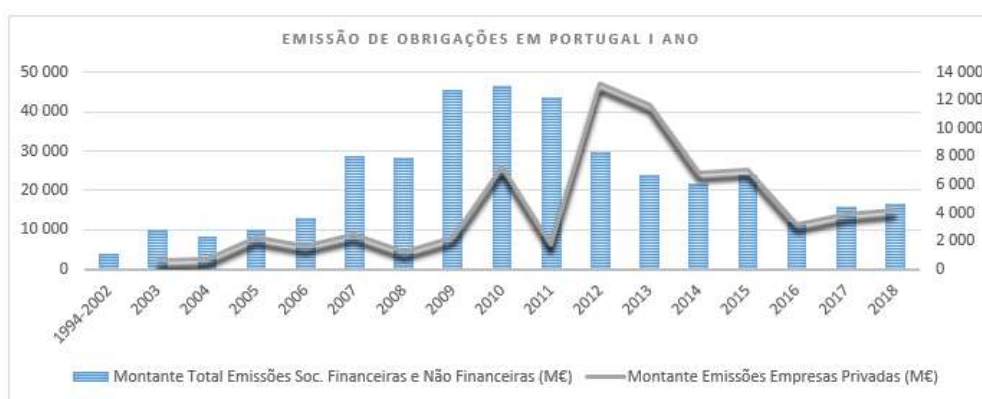
**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos Inquéritos de Conjuntura ao Investimento do INE, de 2009 a 2018

Segundo o INE, as dificuldades de acesso ao crédito têm vindo a diminuir desde 2015. De acordo com Valeiro (2016) os dados apresentados não querem dizer que as empresas estão a ter mais facilidades na obtenção de capitais junto dos bancos, quer dizer sim, que atravessaram um período de enorme dificuldade que está agora a regularizar. Sobretudo os anos de 2011 e 2012 foram claramente anos difíceis na obtenção de crédito sendo que 35% das empresas afirmaram ter dificuldades na obtenção de créditos junto das instituições bancárias. Há autores que defendem que, os efeitos nefastos da crise do *subprime* nos E.U.A. desencadeada em meados de 2007 aliada a falência do *Lehman Brothers* em 2008, fizeram-se sentir em Portugal apenas em 2010. Segundo Caldas (2013) a crise financeira começou por se fazer sentir em Portugal com um forte aperto do crédito, com a redução da capacidade de acesso dos bancos aos mercados de capitais e com nacionalização do Banco Português de Negócios (BPN) em Novembro de 2008 (seguido do colapso do Banco Privado Português (BPP)). Segundo Vieira (2013) a situação económico-financeira internacional fica marcada pela crise nos mercados financeiros iniciada em 2008 e pelo conseqüente contágio às dívidas soberanas, o que encaminhou Portugal para um resgate financeiro em 2011. Este fator poderá ser um dos que ajudam a explicar o espírito fortemente restritivo da banca portuguesa nesse ano. Se, por outro lado,

analisarmos o valor de 2009 (18,7%), e apesar de não estar explícito no intervalo de tempo apresentado no gráfico 2, verificamos que este valor é próximo dos valores registados em 2015 e 2017, por exemplo. Dado isto, estamos em condições de afirmar que o número de empresas com dificuldades de acesso ao crédito está a assumir parâmetros “normais” e que os valores registados em 2011, 2012 e 2013 são, claramente, atípicos.

### 2.3. Dívida Privada Emitida em Portugal – Segmento Obrigacionista

Como a presente dissertação tem por objetivo específico perceber o papel das emissões obrigacionistas no financiamento das empresas do PSI-20, analisaremos agora especificamente o papel das obrigações (Gráfico 3).



**Gráfico 3 – Dívida Privada - Mercado Primário das Obrigações em Portugal**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos Relatórios Sobre os Mercados e Valores Mobiliários da CMVM

De acordo com os dados históricos da CMVM desde 1994, os anos de 2012 e 2013 foram aqueles em que as empresas nacionais privadas mais recorreram a esta forma de financiamento alternativa com 13 e 12 mil milhões de euros de emissões obrigacionistas ano respetivamente. Após eclosão da crise financeira em 2008, a conjugação de perspetivas de baixo crescimento, preocupações com a sustentabilidade da dívida pública em várias economias da Zona Euro e ainda baixas *yields* nas obrigações de dívida soberana levaram a que os investidores procurassem alternativas que proporcionassem retornos mais elevados. As taxas de juro de referência em mínimos históricos e o aumento da procura por ativos com rendibilidades mais elevadas incentivaram ainda várias empresas a emitir dívida em condições mais favoráveis. Neste sentido, a partir de 2012, assistiu-se ao regresso de diversos emitentes nacionais, quase todas sociedades com ações

cotadas, ao mercado de retalho de dívida, que aproveitaram as condições mais favoráveis nos mercados financeiros e diversificaram o respetivo risco de financiamento.

No que respeita à relevância das emissões do sector financeiro, é justificado pelas necessidades de financiamento do sector bancário português ao qual não terá sido alheio o contexto adverso de financiamento do Estado português e a implementação do Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal acordado entre o Governo, a União Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional. De realçar que em 2011 os emitentes do setor financeiro foram responsáveis por 97% do montante emitido. O valor médio absoluto de emissões do setor financeiro, entre 2009 e 2011, foi superior a 40 mil milhões de euros por ano.

Dado que o empréstimo obrigacionista é um contrato de crédito relativamente personalizável, as potencialidades deste tipo de financiamento, face a alternativas, estão diretamente relacionadas com os determinantes da dívida analisados no capítulo da revisão de literatura. Uma vez que cada empresa é influenciada por um ou mais determinantes em particular, e os contratos são personalizáveis, é imprudente falar em vantagens ou desvantagens padrão e diretas deste tipo de financiamento, face a outro, pois as conclusões são distintas caso a caso.

Contudo, o Relatório Anual sobre o Mercado de Valores Mobiliários publicado pela CMVM (2018) refere as principais vantagens mencionadas pelos gestores das empresas portuguesas para o financiamento através dos mercados de capitais:

- Montantes disponíveis para financiamento potencialmente mais elevados do que os disponibilizados pelo setor bancário;
- Não existem restrições ao montante a pedir (ao invés do financiamento bancário, que está condicionado aos limites impostos pelos balanços dos bancos);
- Permite o acesso a financiamento sem a exigência de tantas garantias como o obtido através de outras fontes (as empresas não necessitam de deter ativos tangíveis que sirvam de garante, e que seriam exigidos pelos bancos no financiamento bancário);
- A taxa de juro associada à emissão de dívida no mercado de capitais poder ser inferior à do crédito bancário;

- Após o financiamento através do mercado de capitais, as empresas podem ter a cobertura de analistas financeiros (incluindo notações de risco de crédito), com o acréscimo de notoriedade associado.

De acordo com o estudo da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) “*Improving Access to Capital for Portuguese Companies*” (2020), que abrangeu 253 grandes empresas nacionais não cotadas, foram inquiridas 43 empresas acerca das razões pelas quais tencionam emitir obrigações corporativas nos próximos três anos. A diversificação das fontes de financiamento foi mencionada por todas as empresas (100%). Adicionalmente, por mais de 90% das empresas, foram mencionados o menor custo da dívida e o aumento das maturidades como fatores importantes. A captação de capital para financiar o crescimento foi indicado como razão importante por 80% das empresas. Fatores como melhor visibilidade e prestígio por quase 60% das empresas inquiridas.

Adicionalmente, das 48 empresas que tencionam emitir obrigações corporativas nos próximos três anos, 38% das inquiridas têm como *potential target market* o mercado português, 12% responderam o mercado estrangeiro e 50% ambos os mercados.

Uma informação adicional partilhada pelo estudo da OCDE sobre o acesso ao financiamento em Portugal é que das 253 grandes empresas nacionais não cotadas, 78 empresas (31%) já efetuaram emissões obrigacionistas no passado e apenas 17 empresas (7%) dispõem de *rating* à data da realização do referido inquérito.

## Capítulo III – Revisão de Literatura

No mundo empresarial as empresas defrontam-se constantemente na busca de fundos necessários para o arranque das suas atividades, como também, pela procura de recursos complementares para a prossecução e desenvolvimento de tais atividades. A estrutura de capital refere-se à forma como uma empresa financia as suas operações globais e de crescimento usando diferentes fontes de fundos.

Segundo Couto e Ferreira (2010), a escolha da estrutura de capital é um tema ainda bastante discutido na teoria financeira. A heterogeneidade das evidências empíricas mostra que o assunto ainda não está completamente explorado. A crescente globalização da economia mundial, consubstanciada numa integração dos mercados, em particular o financeiro, assenta fundamentalmente numa cada vez maior concorrência das empresas em todos os setores de atividade. A definição da estrutura de capitais e os fatores que o determinam é essencial para a sobrevivência, performance e criação de valor.

### 3.1. Principais teorias da estrutura de capitais

- **Modigliani e Miller**

A moderna teoria das finanças empresariais teve o seu início em 1958 quando Modigliani e Miller publicaram o artigo: “*The cost of capital corporation finance and the theory of investment*” na *American Economic Review*. Estes autores concluíram, na altura, que o valor de uma empresa dependeria exclusivamente dos rendimentos gerados pelos seus ativos. Estes autores argumentavam que num mercado perfeito, a estrutura de capitais não teria qualquer efeito sobre o valor da empresa e, como tal, o valor de uma empresa endividada seria semelhante ao valor de uma empresa não endividada. Por seu turno, Durand (1959) contrariamente ao defendido por Modigliani e Miller (1958) defendeu a existência de uma estrutura de capitais ótima que permite maximizar o valor da empresa, determinada pelo efeito de alavanca. Uma das principais vantagens do endividamento seria a dedutibilidade dos juros no apuramento do lucro tributável, originando uma poupança fiscal. No entanto, o endividamento estaria limitado pelos custos de falência. Em 1963, Modigliani e Miller incluem no seu modelo original os impostos e estudam a sua dedutibilidade como gasto permitindo um benefício fiscal. No entanto, ressalvam as suas conclusões porque a existência de benefícios fiscais não conduzirá à utilização máxima de endividamento uma vez que a utilização de outras fontes de financiamento como os lucros retidos poderia ser mais barata. A teoria de Modigliani e Miller foi

desafiada em múltiplas investigações, com eliminações sucessivas dos pressupostos iniciais, gerando diferentes perspectivas teóricas sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas, nomeadamente, a teoria de *trade-off*, a teoria dos custos de agência, a teoria de *pecking order* e a teoria do *market timing*.

- **Teoria do *Trade-off***

Kraus e Litzenberger (1973) desenvolveram a teoria do *trade-off* referindo-se à opção, por parte das empresas, de um ponto ótimo de alavancagem financeira de modo a otimizar os benefícios fiscais decorrentes dos gastos financeiros associados à dívida. De acordo com esta teoria, é necessário encontrar o ponto de equilíbrio que maximiza o valor da empresa, em que os benefícios marginais de uma unidade de dívida são iguais aos seus custos marginais. Segundo Brealey e Myers (1999), empresas com maior número de ativos reais e com maiores lucros, terão condições de oferecer melhores garantias aos agentes financeiros e conseqüentemente obterão recursos com menores custos associados, o que possibilita um endividamento maior dessas empresas. Já empresas com poucos ativos reais, oportunidades de investimento de alto risco e lucros coerentes com a média do seu ramo de atividade, tendem a ter níveis inferiores de endividamento e maiores custos associados a dívida.

- **Teoria *pecking order***

Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria *pecking order* segundo a qual existe uma hierarquia na decisão de financiamento das empresas: em primeiro lugar, os recursos internos, em segundo a emissão de dívida e por último a emissão de obrigações e ações. Os autores partem do racional de que existe assimetria de informação entre agentes internos e externos à empresa. Uma vez que os gestores não divulgam informação total sobre a empresa, os investidores não poderão distinguir corretamente entre empresas boas e menos boas na hora de fazer os seus investimentos. Deste modo, os investidores atribuem um preço aos títulos das empresas lançados no mercado pelo valor médio, penalizando as empresas boas e premiando as menos boas.

- **Teoria do *market timing***

Baker e Wurgler (2002) estudaram a teoria do *market timing*. Os autores consideram a estrutura de capital das empresas como uma função das opções dos gestores ao procurar fazer alterações no preço das ações no mercado de capitais e assim otimizar o fluxo de caixa da empresa. O *market timing* sugere que a escolha do momento ótimo para a emissão de novas ações é o fator decisivo na estratégia de financiamento corporativo. A ideia presente nesta teoria é a de que o gestor, ao tomar decisões sobre opções de

financiamento, verificará as condições de mercado da dívida e das ações, optando por aquelas que são mais favoráveis.

De acordo com Frank e Goyal (2007), *market timing* baseia-se nos seguintes pressupostos: se não houver alternativa favorável, o gestor adiará a decisão de financiamento tanto quanto possível, se houver condições de mercado excepcionalmente favoráveis, ele aproveitará, mesmo que não haja nenhuma necessidade de financiamento significativa. Esta teoria assenta no pressuposto de que o mercado não é perfeito. Os autores concluíram que as flutuações no valor das ações têm efeito na estrutura de capital das empresas. As empresas tendem a emitir novas ações quando as variações são elevadas e a recomprar ações quando as variações diminuem em relação ao valor contabilístico.

- **Teoria dos Custos de Agência**

No estudo das teorias da estrutura de capital, devemos analisar também as contribuições de Jensen e Meckling (1976), Jensen (1986), Stultz (1990) e Harris e Raviv (1991) sobre os custos de agência, informações assimétricas e controlo corporativo.

Segundo Jensen e Meckling (1976) os problemas de agência dão-se em dois tipos de conflitos: o conflito entre os gestores e acionistas e o conflito entre acionistas e credores. De acordo com Harris e Raviv (1991), gestores e acionistas divergem sobre decisões operacionais. Os gestores querem a continuidade da operação da empresa mesmo quando os investidores querem a liquidação ou encerramento das atividades. Os gestores efetuam um grande investimento em capital humano na empresa, o seu risco não é diversificável, enquanto os acionistas possuem investimentos diversificados mitigando, deste modo, os seus próprios riscos.

Outra divergência, entre gestores e acionistas, é em matéria de alocação de recursos. Como refere Myers (1977) quando o endividamento já é excessivo, os gestores não alinham os seus interesses com os dos acionistas e entram a implementação de projetos com valor positivo. Por outro lado, o efeito positivo do endividamento, segundo Jensen (1995), ocorre quando as empresas geram mais fluxos de caixa do que oportunidades de crescimento, o endividamento força o pagamento de verbas que poderiam ser utilizadas em projetos de valor negativo. McConnell e Servaes (1995) debruçaram-se sobre as duas faces do endividamento e encontram evidência de que o efeito negativo do endividamento predomina nas empresas com várias oportunidades de crescimento e o efeito positivo sobrepõem-se ao efeito negativo nas empresas com baixas oportunidades de crescimento. Para Stulz (1990) os gestores querem investir todos os recursos disponíveis na empresa, mesmo que seja melhor para os acionistas a distribuição de dividendos. O conflito entre

acionistas e credores surge porque a dívida é um incentivo para os acionistas investirem em projetos arriscados que se poderão traduzir em maior retorno. Como os pagamentos aos credores são fixos, na forma de juros e capital, os credores suportam os gastos do projeto, enquanto os lucros são capturados pelos acionistas. Se o projeto não for bem-sucedido, a empresa poderá falir e os credores poderão perder o seu investimento. Os acionistas, uma vez que têm a sua responsabilidade limitada ao capital da empresa, perdem o capital já investido mas não os recursos aportados ao novo projeto, se este for financiado por dívida. Outro enfoque, de acordo com Myers (1977), numa empresa muito endividada, os acionistas não serão incentivados a investir novo capital na empresa para novos projetos, mesmo que criem valor, uma vez que os retornos serão capturados principalmente pelos credores.

### **3.2. Determinantes da Estrutura de Capitais**

Da pesquisa que efetuamos percebemos que várias publicações fazem referência aos determinantes do endividamento, ou seja, quais as razões que podem estar na génese da procura de capital alheio. Contudo, não podemos afirmar se essa procura de capital alheio será feita através da emissão de obrigações, objeto do presente estudo, ou por qualquer outro veículo de captação de capital.

- **Dimensão**

As principais teorias, *trade-off* e *pecking order*, defendem unanimemente que a dimensão detém uma relação positiva com o endividamento. A capacidade de endividamento aumenta no mesmo sentido que a empresa cresce. Segundo Titman e Wessels (1988) as grandes empresas tendem a ser menos propensas a constrangimentos financeiros, considerando que têm áreas de negócio mais diversificadas, o que permitirá um maior endividamento. Os mesmos autores afirmam também que empresas de maior dimensão tendem a estar melhor preparadas para enfrentar adversidades como, por exemplo, a assimetria de informação. Rajan e Zingales (1995) corroboraram com os autores anteriores definindo que a dimensão das empresas poderá ser um fator influenciador da estrutura de capitais e do seu índice de endividamento. Os resultados dos estudos de Mao (2003), Flannery e Rangan (2006) e Antoniou, Guney e Paudyal (2008) também apoiaram uma relação positiva entre o endividamento e a dimensão. Os resultados alcançados por Couto e Ferreira (2010), na análise determinantes da estrutura de capital das empresas do PSI-20, de 2000 a 2007, evidenciam que o endividamento relaciona-se positivamente com a dimensão.

- **Tangibilidade**

Não se pretende sugerir que as empresas com mais ativos tangíveis são necessariamente as mais endividadas, no entanto, é amplamente reconhecido que empresas com mais ativos têm maior facilidade de obtenção de crédito, utilizando estes mesmos ativos como colaterais do serviço da dívida. Scott (1976) defende que a existência de ativos que possam ser utilizados como garantia, aumentam a probabilidade de emissão de dívida e reduzem os custos de agência dessa mesma dívida. Titman e Wessels (1988) concluíram que as empresas com mais ativos tangíveis tendem a ter maior nível de endividamento. Rajan e Zingales (1995) para além de estabelecerem uma relação positiva, evidenciaram que as empresas dos países com economias “*Bank Oriented*”<sup>4</sup> têm um nível de endividamento maior e destacam o facto de os investidores preferirem financiar empresas na proporção dos ativos tangíveis do seu balanço (colateral). Frank e Goyal (2009) consideram mesmo a tangibilidade como fator imprescindível e estando diretamente relacionado com a dívida. Os ativos de uma qualquer empresa funcionam como garantia perante as instituições de crédito. Os resultados dos estudos de Mao (2003), Flannery e Rangan (2006) e Antoniou, Guney e Paudyal (2008), Zurigat (2009), Akdal (2011), Acedo-Ramírez e Ruiz-Cabestre (2014) também apoiaram uma relação positiva entre endividamento e tangibilidade. Os resultados alcançados por Couto e Ferreira (2010), na análise determinantes da estrutura de capital das empresas do PSI-20, de 2000 a 2007, evidenciam que o endividamento relaciona-se positivamente com a tangibilidade.

- **Oportunidades de Crescimento**

Autores como Titman e Wessels (1988) e Rajan e Zingales (1995) defendem que as empresas inseridas em setores onde se regista um forte crescimento tendem a apresentar gastos associados à dívida mais elevados, explicados pela incerteza ou volatilidade inerente a esse mesmo crescimento. Pelo exposto, os autores identificam uma relação negativa entre o nível de endividamento e as oportunidades de crescimento. Os resultados dos estudos de Mao (2003), Flannery e Rangan (2006) e Antoniou, Guney e Paudyal

---

<sup>4</sup> De acordo com Lobera, Barceló e Rojas (2019) a literatura económica faz uma distinção entre os chamados sistemas 'orientados para bancos', nos quais as instituições financeiras são a fonte predominante de financiamento, e um modelo 'orientado para o mercado', segundo o qual os fundos são captados principalmente por meio dos mercados de valores mobiliários. No primeiro, os bancos são responsáveis por canalizar fundos de poupadores para tomadores de empréstimos, principalmente empresas não financeiras. Ao desempenhar essa função de intermediação, os bancos 'monitorizam' constantemente os mutuários em nome dos depositantes, uma função que não pode ser realizada individualmente por cada um desses detentores ou credores. No segundo, as empresas estão mais inclinadas a emitir títulos (ações, títulos, etc.). Os aforradores adquirem esses títulos diretamente através de redes de distribuição ou bancos. No entanto, a principal diferença é a ausência de qualquer intermediário financeiro que altere a natureza do título emitido. Embora ambas as formas de financiamento coexistam em todas as jurisdições, os países diferem em termos do peso relativo de cada modelo.

(2008) e Zurigat (2009), também apoiaram uma relação negativa entre endividamento e oportunidades de crescimento. Adicionalmente, a teoria do *Market Timing* prevê uma correlação negativa, entre endividamento e oportunidade de crescimento, uma vez que quando o preço das ações é mais elevado (comparativamente aos ganhos da empresa ou ao seu valor contábilístico) as empresas preferem emitir capital (em vez de dívida) porque o preço de venda de novas ações é maior o que resultará em menor quantidade de dívida. Contrariando estes autores, Myers e Majluf (1984) tendo por base os pressupostos da teoria do *pecking order* acreditam que existe uma relação positiva entre oportunidades de crescimento e endividamento justificado pela necessidade que as empresas em crescimento têm de honrar os seus compromissos que muitas vezes excedem o montante de *cash-flow* disponível. Também Baskin (1989), num estudo que realizou sobre o comportamento do endividamento, aponta para uma relação positiva entre endividamento e crescimento das empresas em função da necessidade de fundos para realizar investimentos independentemente de existir ou não uma estrutura de capitais ótima. Na mesma linha, Frank e Goyal (2009) sugerem que, face a fortes oportunidades de crescimento, o autofinanciamento revela-se insuficiente havendo por isso necessidade de recorrer a capital alheio. Na perspetiva destes autores a relação entre o nível de endividamento e as oportunidades de crescimento também é positiva.

- **Risco de Negócio**

Empresas inseridas num mercado onde o risco de negócio é elevado tendem, por norma, a ter fluxos de caixa mais voláteis. Segundo Frank e Goyal (2009) e Acedo-Ramírez e Cabestre (2014) estas empresas tendem a enfrentar custos de financiamentos mais elevados derivados a essa mesma volatilidade o que, conseqüentemente, representará uma tendência para a menor utilização de capitais alheios, de acordo com a teoria do *pecking order*. Este estudo vem comprovar um outro já anunciado por Ferri e Jones (1979) onde assumiam que o nível de endividamento e o risco de negócio estão relacionados negativamente entre si. Segundo Myers (1984), empresas com poucas oportunidades de investimento e fluxos de caixa elevados deverão ter baixos níveis de dívida, enquanto as empresas com perspectivas de forte investimento e fluxos de caixa reduzidos devem ter elevado rácio da dívida. Adicionalmente Bradley, Jarrell e Kim (1984), referiram que a probabilidade da empresa entrar em falência depende do grau de incerteza dos seus fluxos de caixa operacionais. Em contraciclo com os estudos anteriores, Couto e Ferreira (2010) na análise determinantes da estrutura de capital das empresas do PSI-20, de 2000 a 2007,

evidenciam que a utilização de capitais alheios relaciona-se positivamente com o risco de negócio o que sugere que as empresas com maior risco são também as mais endividadas.

- **Benefícios Fiscais**

Este determinante é de tal forma relevante que levou Modigliani e Miller (1968) a corrigirem a sua teoria inicial (1958). Como mencionado anteriormente, a possibilidade da dedução de encargos financeiros é uma vantagem incontornável pois permite diminuir o imposto a pagar e, conseqüentemente, aumentar o valor da empresa. Contudo, Mira e Garcia (2003) afirmam que quanto maior o nível de outros benefícios fiscais para além da dívida, menor o nível de endividamento registado pelas empresas. Couto e Ferreira (2010) também não concordam plenamente com o afirmado por Modigliani e Miller (1968) e referem-se concretamente às vantagens fiscais não decorrentes do endividamento. DeAngelo e Masulis (1980) desenvolveram um modelo de estrutura ótima de capitais que incorporava o impacto dos impostos sobre os rendimentos das empresas e ainda as vantagens fiscais não resultantes do endividamento. Estes autores argumentaram, particularmente, que as vantagens fiscais decorrentes das amortizações e depreciações e dos créditos de impostos são substitutas dos benefícios fiscais decorrentes do financiamento com capital alheio, pelo que determinam negativamente o nível de endividamento das empresas.

- **Rendibilidade (Resultados)**

Rajan e Zingales (1995) defendem uma relação negativa entre o nível de endividamento e a rendibilidade na medida em que empresas com maiores receitas têm mais capital disponível para fazer face a investimentos. Apesar de Titman e Wessels (1988) terem determinado uma relação negativa entre o nível de endividamento e a rendibilidade surge, mais tarde, uma posição ligeiramente diferente por parte dos autores Grinblatt e Titman (2005) que concluem que empresas com resultados mais elevados deverão utilizar uma maior percentagem de capitais alheios de forma a otimizar as vantagens fiscais associadas à utilização de empréstimos. Myers e Majluf (1984) defendem uma relação negativa entre o nível de endividamento e rendibilidade uma vez que as empresas preferem financiar-se primeiro com recursos próprios e só depois com capitais alheios. Esta afirmação é verdadeira no caso de as empresas seguirem a teoria da *Pecking Order*. Poderá existir uma relação inversa caso o recurso a financiamento externo proporcione à empresa outro tipo de benefícios, nomeadamente, de poupança fiscal e diminuição de custos de agência (Jensen (1986); Harris e Raviv (1991)), segundo a teoria de *trade-off*. Os resultados alcançados por Couto e Ferreira (2010), na análise determinantes da estrutura de capital

das empresas do PSI-20, de 2000 a 2007, evidenciam que no que respeita aos resultados existe uma relação negativa entre o nível de endividamento e esta variável.

- **Antiguidade**

Ao longo dos tempos vários autores apresentam visões distintas para esta variável. Segundo Diamond (1989) e Ang (1991), a idade poderá ser considerada uma determinante que afeta os níveis de financiamento, uma vez que está relacionada com a capacidade da empresa honrar os seus compromissos no tempo. A idade está estritamente relacionada com a fiabilidade da empresa (Novo, 2009). Quanto maior for o número de anos que a empresa tem, maior é a sua credibilidade junto do mercado, facilitando por esta via acesso a dívida. Porém, autores como Mira e Garcia (2003) apoiaram-se nos estudos de Myers (1977), Weston e Brigham (1981) e Petersen e Rajan (1994) alegando que o nível de endividamento está inversamente relacionado com a idade da empresa no estudo da teoria de *Pecking Order*. Ou seja, à medida que a empresa avança no seu ciclo de vida tende a acumular meios financeiros libertos substitutos de capitais alheios na cobertura financeira dos investimentos. Também autores como Bhaird e Lucey (2010) defendem que empresas com maior número de anos dependem cada vez mais da produtividade interna identificando, portanto, uma relação negativa entre dívida e antiguidade.

### **3.3. Natureza do Endividamento**

Um fator relevante a analisar é a proveniência do financiamento, isto é, quando uma empresa decide “emitir” dívida tem ao seu dispor um leque alargado de opções, nomeadamente, empréstimos bancários, financiamento de fornecedores ou empresas subsidiárias, locações financeiras, papel comercial, empréstimos obrigacionistas, entre outros. Deste modo, justifica-se a importância de analisar o racional subjacente à escolha de diferentes fontes de financiamento, particularmente, o empréstimo bancário e a emissão obrigacionista.

- **Efeito “ciclo de vida”**

Segundo Diamond (1991) os primeiros financiamentos são obtidos via instituições bancárias. À medida que a empresa vai honrando os seus compromissos associados ao serviço de dívida, adquire boa reputação por estar a ser monitorizada por um banco, para posteriormente usufruir da sua reputação ao emitir dívida diretamente. Segundo Fama (1985) as instituições bancárias exercem maior poder de monitorização sobre a empresa uma vez que possuem uma relação contínua com esta. Simultaneamente, James (1988) demonstra que os bancos prestam serviços únicos de monitorização que não são possíveis

a outros credores financeiros. Contudo, para Kwan e Carleton (2010) uma emissão particular de obrigações (*Private Placement*) também admite uma monitorização direta do crédito concedido e, eventual, renegociação futura. Neste caso existe uma ligação mais forte com o emitente e que pode mesmo ser restritiva em termos de *covenants*. Não obstante, os mutuários de emissões particulares tendem a ser empresas de menor dimensão, de maior risco e que enfrentam maiores custos de agência. Segundo Bolton e Freixas (2000), o financiamento da empresa é segmentado da seguinte forma: (i) as empresas mais arriscadas (que geralmente são *startups*) são incapazes de obter financiamentos e, como tal, são obrigadas a emitir capital; (ii) as empresas um pouco mais sólidas são capazes de contrair empréstimos bancários que fornecem a forma mais fácil e flexível de financiamento que precisam; e (iii) as empresas mais maduras preferem explorar o mercado de obrigações e, assim, evitar pagar o custo de intermediação e otimizar todo o potencial do mercado de capitais. Também Mizen, Tsoukalas e Tsoukas (2009) defendem que no início as empresas dependem de financiamento bancário intensivo em informação e, mais tarde, mudam para mercado de títulos. Altunbaş, Kara e Marqués-Ibáñez (2010), comparam os grandes financiamentos bancários sindicalizados com a emissão de obrigações corporativas na área do euro e evidenciam que, de acordo com o seu estudo, na hierarquia da dívida, os financiamentos bancários sindicalizados são o instrumento preferido no extremo, as empresas são muito grandes, têm muitos ativos fixos, alta credibilidade e lucratividade mas menos oportunidades de crescimento. Por outro lado, empresas com maiores níveis de dívida de curto prazo e percecionadas pelos mercados como tendo mais oportunidades de crescimento privilegiam o financiamento via obrigações corporativas. As conclusões do estudo sugerem que na hierarquia, as empresas em primeira instância desenvolvem relacionamento com os bancos até estabelecerem a credibilidade para, numa fase posterior, obter financiamento nos mercados de títulos públicos.

- **Otimização Estrutura Capital: Maturidades Longas e Custos Menores**

De acordo com Cruz, Nascimento e Alves (1996), o financiamento de empresas via mercado de capitais é menos oneroso relativamente aos empréstimos bancários e o nível de intermediação financeira também é menor. Para Bolton e Freixas (2000), os empréstimos bancários também são mais dispendiosos do que o financiamento obrigacionista mas, simultaneamente, conferem a ideia de Hart e Moore (1995), de que a dívida bancária é mais facilmente renegociada do que uma emissão dispersa de obrigações. Segundo Edwards e Piwowar (2007) para as empresas que emitem montantes

de financiamento significativos no mercado obrigacionista, os custos de transação tendem a diminuir expressivamente com a dimensão do negócio. Adicionalmente, a transparência associada a um título obrigacionista reduz o custo de capital se houver uma boa percepção da liquidez associada a esse ativo. Estes autores enfatizam que o progresso tecnológico, a transparência dos títulos obrigacionistas, a criação de estruturas de mercado mais eficientes e estratégias de negociação inovadoras irão aumentar o volume de transações e reduzir os custos de transação de obrigações corporativas. Santos e Winton (2008) compararam os *spreads* dos financiamentos bancários para tomadores que têm acesso ao mercado obrigacionista com os de tomadores dependentes exclusivamente de bancos e concluíram que os *spreads* são mais altos para empresas que dependem exclusivamente de bancos do que para empresas com acesso a mercados obrigacionista. Adicionalmente, os *spreads* aumentam em períodos de recessão e aumentam num montante maior para empresas dependentes exclusivamente de bancos. As conclusões destes autores são consistentes com o modelo no qual os bancos tem *Spreads* informacionais (Rajan, 1992), ou seja, os custos de financiamento são maiores para as empresas dependentes de bancos e aumentam quando as empresas são percebidas como enfrentando situações de maior risco. Kwan e Carleton (2010) realçam que os emitentes auto selecionam a sua opção, entre emissões particulares e públicas, de forma a minimizar custos de financiamento e de transação e a maximizar o montante e maturidade de cada emissão. Também Lagoa e Leão (2011) e Bastardo (2011) concluem que uma das vantagens para o emitente reside no facto de, usualmente, o custo associado ser mais baixo no empréstimo obrigacionista quando comparado com o custo de um empréstimo bancário com idêntica maturidade. Lagoa e Leão (2011) defendem que os bancos tendem a não emprestar por prazos longos, dada a incerteza inerente. Segundo Pinto e Santos (2019) os tomadores de empréstimos auto selecionam-se na contratação de financiamento de longo prazo, escolhendo financiamento estruturado em detrimento do financiamento bancário tradicional para financiamento de longo prazo. Os autores interpretam este resultado como evidência de que tomadores racionais escolhem entre essas duas categorias de fontes de empréstimos, com base na eficiência do custo do empréstimo para as alternativas de financiamento disponíveis.

- **Notoriedade, Estruturação e Diversificação das fontes de financiamento**

De acordo com Cruz et al. (1996) a emissão de obrigações tem como vantagem dar à administração das empresas a liberdade de estabelecer as condições da emissão, bem

como vender a imagem da empresa, tornando-a mais notória e respeitada. Mizen, Tsoukalas e Tsoukas (2009) defendem que uma vez definida a escala e/ou dimensão do negócio e tendência de tesouraria, as empresas podem, até certo ponto, compensar as restrições do endividamento bancário estabelecendo credibilidade no mercado, através de emissões obrigacionistas sucessivas bem-sucedidas. Esta determinante da emissão repetida de obrigações é baseada no modelo de Holmstrom e Tirole (1997), ou seja, levando em conta a heterogeneidade específica da empresa e a sua reputação no mercado. Segundo estes autores a probabilidade de financiamento no mercado obrigacionista aumenta para empresas com elevado património líquido, dimensão e antiguidade mas também, para tomadores que apesar das reduzidas garantias superaram as suas restrições financeiras através de um percurso de sucesso no mercado. De acordo com Bastardo (2011) um empréstimo obrigacionista permite uma diversificação de investidores e, simultaneamente, maior autonomia face ao crédito bancário. Segundo Morellec e Zhdanov (2015) as empresas com maiores oportunidades de crescimento rentáveis, maior poder negocial, que operam em mercados e produtos mais competitivos e que enfrentam uma menor oferta de crédito bancário são mais propensas a emitir obrigações para acelerar os seus investimentos. Os autores fornecem como evidência para suportar a sua teoria uma grande amostra de empresas dos EUA para o período 1988-2007.

- **Efeito “Economia de Escala”**

De acordo com Kwan e Carleton (2010) as emissões obrigacionistas de menor valor têm mais probabilidade de serem particulares, enquanto as emissões de maior valor tem mais probabilidade de serem públicas de forma a obter economias de escala. Para Lagoa e Leão (2011) os bancos preferem expor-se a várias empresas com montantes reduzidos do que a uma única empresa em montantes demasiado elevados. Segundo Pinto e Santos (2019) determinadas características das empresas, como a dimensão, os resultados, os níveis de endividamento, a tangibilidade dos seus ativos, as oportunidades de crescimento e o risco de crédito, estão diretamente relacionadas com a escolha das empresas entre o financiamento estruturado e o financiamento bancário. As conclusões deste estudo são consistentes com a hipótese de que o financiamento estruturado, via emissão obrigacionista, promove a redução dos custos associados às assimetrias de informação e fornecem suporte para economias de escala.

- **Economias *Bank Oriented* Vs. Economias *Market Oriented***

Segundo Antoniou, Guney e Paudyal (2008) a decisão da estrutura de capital de uma empresa não é apenas o produto de características próprias da empresa em apreciação,

mas também o resultado do ambiente e das tradições em que esta atua. Os autores evidenciam que empresas que operam em economias orientadas para o mercado de capitais (Reino Unido e Estados Unidos) e economias orientadas para os bancos (França, Alemanha e Japão) determinam a sua estrutura de capital. Concluem que a alavancagem é afetada positivamente pela tangibilidade dos ativos e pelo tamanho da empresa, mas diminui com um aumento da lucratividade da empresa, com as oportunidades de crescimento e com desempenho do preço das ações nos dois tipos de economias. Adicionalmente, a alavancagem também é afetada pelas condições de mercado em que a empresa opera, nomeadamente, das normas legais e tradições financeiras do país. Embora os sistemas legais americanos e britânico sejam baseados em lei, os sistemas jurídicos franceses e alemães são baseados nas tradições dos códigos da lei, e o sistema japonês é um híbrido de ambos. Em suma, diferentes países são caracterizados por diferentes estruturas financeiras, normas contabilísticas, disposições tributárias, práticas de governo das sociedades e códigos de insolvência, sendo estes fatores considerados relevantes para decisões de estrutura de capital corporativa.

### **3.4. Hipóteses de Investigação**

Tendo em consideração a revisão de literatura realizada e os objetivos de investigação estabelecidos foram definidas três hipóteses de investigação com o intuito de averiguar a sua aplicabilidade ao estudo e amostra abordada na presente dissertação.

O inquérito de conjuntura ao investimento do INE, anualmente, procura analisar as fontes de capital para o investimento. Este estudo afirma que a principal forma de financiamento é o auto financiamento, seguido pelo crédito bancário. O financiamento por meio de obrigações/ações (que neste estudo assumem uma única rúbrica) é inexpressivo. Contudo por tudo o que antes se observou entende-se que a realidade das maiores empresas é diferente nesta matéria.

- **Hipótese n.º 1: No caso das empresas do PSI-20 a principal forma de financiamento externa é a emissão de obrigações.**

Segundo Cruz et al. (1996), o financiamento obrigacionista permite estabelecer as condições da emissão bem como tornar a empresa mais respeitada e notória. Também Mizen, Tsoukalas e Tsoukas (2009) afloraram o aspeto da reputação no mercado. De acordo com Edwards e Piwovar (2007) os custos de transação diminuem no caso do

financiamento obrigacionista. Santos e Winton (2008) concluíram que os *spreads* são mais altos para empresas que dependem exclusivamente de bancos. Para Bastardo (2011), um empréstimo obrigacionista permite uma diversificação de investidores. O custo financeiro é mais baixo do que o custo de um empréstimo bancário com idêntica maturidade. Para Lagoa e Leão (2011) no financiamento obrigacionista o custo é mais baixo, as maturidades mais longas e os montantes mais elevados. De acordo com Kwan e Carleton (2010) e Pinto e Santos (2019) o financiamento obrigacionista promove a redução dos custos associados às assimetrias de informação e fornecem suporte para economias de escala. As transações estruturadas para além de possibilitar a personalização, favorecem o longo prazo.

- **Hipótese n.º 2: Os principais determinantes de emissão de empréstimos obrigacionistas por parte das empresas do PSI-20 são: a obtenção de economias de escala de financiamento, as condições potencialmente mais favoráveis face a alternativas, a possibilidade de personalização do empréstimo, a diversificação das fontes de financiamento e a notoriedade e reputação adicionais obtidas.**

Para a maioria dos autores afluídos na revisão de literatura como Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Mao (2003), Flannery e Rangan (2006) Antoniou, Guney, Paudyal (2008), Frank e Goyal (2009), Zurigat (2009), Mizen, Tsoukalas e Tsoukas (2009), Akdal (2011), Couto e Ferreira (2010), Acedo-Ramírez e Ruiz-Cabestre (2014) é consensual que o nível de endividamento e o valor de empréstimos obrigacionista aumenta para empresas com elevada dimensão e tangibilidade dos ativos. Relativamente à variável resultados, Myers e Majluf (1984), Rajan e Zingales (1995), Mao (2003), Flannery e Rangan (2006), Antoniou, Guney, Paudyal (2008) e Couto e Ferreira (2010) defendem uma relação negativa entre nível de endividamento e esta variável.

Segundo Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Mao (2003), Flannery e Rangan (2006), Antoniou, Guney, Paudyal (2008) e Zurigat (2009), contrariamente ao defendido por Myers e Majluf (1984), Baskin (1989), Frank e Goyal (2009), Altunbaş, Kara e Marqués-Ibáñez (2010) e Morellec e Zhdanov (2015), as empresas com melhores oportunidades de crescimento apresentam menor nível de endividamento e menor valor de empréstimos obrigacionistas.

Para Ferri e Jones (1979), Frank e Goyal (2009) e Acedo-Ramírez e Cabestre (2014) quando o risco de negócio é elevado há tendência para menor utilização de capitais alheios e consequentemente menor valor de emissões obrigacionistas, contrariamente ao defendido por Couto e Ferreira (2010).

No que concerne à antiguidade, muito embora autores como Mizen, Tsoukalas e Tsoukas (2009) evidenciem que a probabilidade de emissões obrigacionistas aumentem para empresas com antiguidade, Myers (1977), Weston e Brigham (1981), Petersen e Rajan (1994), Mira e Garcia (2003) e Bhaird e Lucey (2010) alegam que o nível de endividamento está negativamente relacionado com a idade da empresa no estudo da teoria de *Pecking Order*.

- **Hipótese n.º 3: Determinadas características das empresas como a dimensão, os resultados, a tangibilidade dos seus ativos, as oportunidades de crescimento, o risco de negócio e a antiguidade estão diretamente relacionadas com o valor dos seus empréstimos obrigacionistas.**

## Capítulo IV- Metodologia

Este capítulo tem por objetivo descrever as metodologias científicas que serão adotadas para a obtenção dos resultados do problema da investigação. Neste sentido, relembra-se que o objetivo geral consiste na análise do papel da dívida obrigacionista como fonte de financiamento das empresas do PSI-20.

A presente investigação assentou numa abordagem metodológica combinada – a análise histórica de *Case Study* múltiplo de carácter descritivo e comparativo, a qualitativa (com recurso à técnica da entrevista exploratória) com o objetivo de fundamentar a análise histórica e compreender melhor se as decisões de financiamento destas empresas resultam de uma decisão estratégica ou eventual alteração das condições de mercado e, a quantitativa-estatística por análise de dados secundários extraídos da plataforma *Bloomberg* com vista à caracterização da dívida.

Tendo em conta que grande parte dos grupos económicos, da nossa amostra, têm empresas da área financeira e que, maioritariamente, são estas as emitentes obrigacionistas, teremos como base de trabalho as informações financeiras consolidadas. Consequente e independentemente de a amostra ser a totalidade das empresas do índice PSI-20 a 31 de Dezembro de 2018, esta análise não terá em conta tanto a EDP Renováveis nem a *The Navigator*, enquanto empresas individuais, uma vez que estas consolidam com a EDP e Semapa, respetivamente.

Adicionalmente, dado que a contabilidade bancária é distinta, e que os rácios calculados para a banca serão igualmente diferentes, por uma questão de coerência, decidimos não incluir o Banco Comercial Português na análise total da amostra.

O período de análise é compreendido entre 2009 e 2018.

### 4.1. Análise histórica de *Case Study*

A análise empírica inicia-se com a análise dos Relatórios e Contas Consolidados das empresas da amostra, sempre que possível de 2009 a 2018, com objetivo de analisar a estrutura do seu passivo financeiro. O passivo financeiro das empresas será subdividido em:

- Empréstimos bancários (contas correntes, mútuos, descobertos e similares);
- Empréstimos obrigacionistas (onde se incluirão empréstimos de papel comercial);

- Outros empréstimos (empréstimos não enquadráveis nas categorias anteriores).

A soma destas três rubricas será considerada como “Empréstimos Totais”. Adicionalmente será efetuada uma análise de cada uma destas componentes em função do passivo total e do passivo financeiro.

Esta análise será subdividida em dois capítulos sendo eles:

- Análise empresa a empresa – cada empresa será analisada numa base individual (tentaremos perceber se há algum padrão para empresas do mesmo setor);
- Análise total da amostra – a amostra será analisada como um todo, tentando apurar o comportamento de cada rubrica acima mencionada.

#### **4.2. Análise Qualitativa**

A análise qualitativa será efetuada através de entrevistas exploratórias. A entrevista caracteriza-se como sendo o processo pelo qual o entrevistador e o entrevistado interagem num processo social, em que o entrevistador tem como objetivo conseguir informações provenientes das respostas do entrevistado. As informações são obtidas através de um roteiro de entrevista no qual constam os pontos ou tópicos previamente estabelecidos de acordo com uma problemática central (Haguette, 1987).

A opção pela realização da entrevista deve-se sobretudo ao interesse em enriquecer o estudo através de abordagens pessoais que a investigação quantitativa não conseguiria estudar com tanta profundidade e as quais permitiriam analisar a importância da dívida obrigacionista como fonte de financiamento das empresas do PSI-20 pelo que se tratam sobretudo de entrevistas de carácter exploratório. Deste modo, estas entrevistas surgem com o intuito de dar resposta ao segundo objetivo específico definido, nomeadamente, perceber qual ou quais as razões que determinam a emissão de dívida obrigacionista em detrimento de outras opções;

Segundo Creswell (2007), são sete as etapas que deverão anteceder a entrevista de investigação: i) a identificação dos entrevistados; ii) a definição do tipo de entrevista; iii) a identificação do equipamento necessário à realização da entrevista; iv) a elaboração e utilização do guião da entrevista; v) a realização de um pré-teste para melhoramento do guião; vi) a definição do local da entrevista e, por último, vii) o consentimento escrito

para gravação da entrevista. Segue-se uma breve reflexão a cada um dos tópicos com vista à caracterização da mesma:

- **Identificação dos entrevistados** – primeiramente, foi enviado um *email* dirigido ao Responsável de Gabinete de Relações com o Mercado (*Investor Relations*) de cada uma das empresas que compõe a amostra. Dado o *feedback* escasso, nulo ou mesmo inexistente da generalidade das empresas da amostra, tomamos a liberdade de entrar diretamente em contacto via telefone com cada um dos *Investor Relations* das 15 empresas.
- **A definição do tipo de entrevista** – tendo em conta os diferentes tipos de entrevista existentes – não estruturada, estruturada e semi-estruturada - considera-se que a opção que mais se adequa à pesquisa em causa é a entrevista semi-estruturada. Neste ponto, Lakatos e Marconi (2003) defendem que na entrevista semi-estruturada, ao contrário do que ocorre com a estruturada, o entrevistador fica à vontade para desenvolver as questões e progredir em determinados tópicos que considere necessários. Uma vez que se pretende, com esta entrevista, perceber a ou as razões da opção pela dívida obrigacionista como fonte de financiamento das empresas do PSI-20 considera-se que a entrevista semi-estruturada proporcionará flexibilidade para que se dialogue sobre o tema com alguma liberdade, mas sem perder a objetividade necessária para a obtenção de conclusões;
- **A identificação do equipamento necessário à realização da entrevista** – para a realização das entrevistas foram, utilizados apenas três materiais – o telefone, o *email* enviado previamente com a (s) questão a colocar e o bloco de notas para registo de informações que se considerem relevantes para o estudo;
- **A elaboração e utilização do guião da entrevista** – tratando-se de uma entrevista semiestruturada as questões que constituirão o guião serão de carácter aberto e poderão sofrer alterações quanto à sua ordem. Poderão igualmente ser integradas outras questões não inicialmente previstas mas que se considerem oportunas para o desenvolvimento do estudo.
- **A realização de um pré-teste para melhoramento do guião** – não foi realizado um pré-teste antes das entrevistas.
- **A definição do local da entrevista** – as entrevistas foram efetuadas via telefone;

- **O consentimento para gravação da entrevista** – não foi pedida a autorização para gravação das mesmas, contudo, foi pedida autorização para utilização das informações dali resultantes. Dado o teor das entrevistas e por se tratar de informação de carácter privilegiado, a gravação poderia comprometer o interesse dos entrevistados em participar ou limitar as suas intervenções.

#### **4.3. Análise Quantitativa - Estatística**

Com vista a dar resposta ao terceiro objetivo específico, a caracterização da dívida, considerámos pertinente fazer uma análise histórica, que consiste na análise de todas as emissões em aberto a 31 de Dezembro de 2018, que nos permitirá definir, por traços gerais, aspetos comuns nas várias emissões obrigacionistas. Para tal, e tendo como objetivo definir um padrão, utilizaremos a base de dados da plataforma Bloomberg com informação consolidada de todas as emissões obrigacionistas das empresas que constituem o índice PSI-20 a Dezembro de 2018. Esta base de dados deverá ser composta por diversa informação como: empresa emitente, indústria, preço de emissão, prazo, *yield to maturity*, cupão, montante do financiamento, tipo de cupão e qualquer outra informação que se considere pertinente.

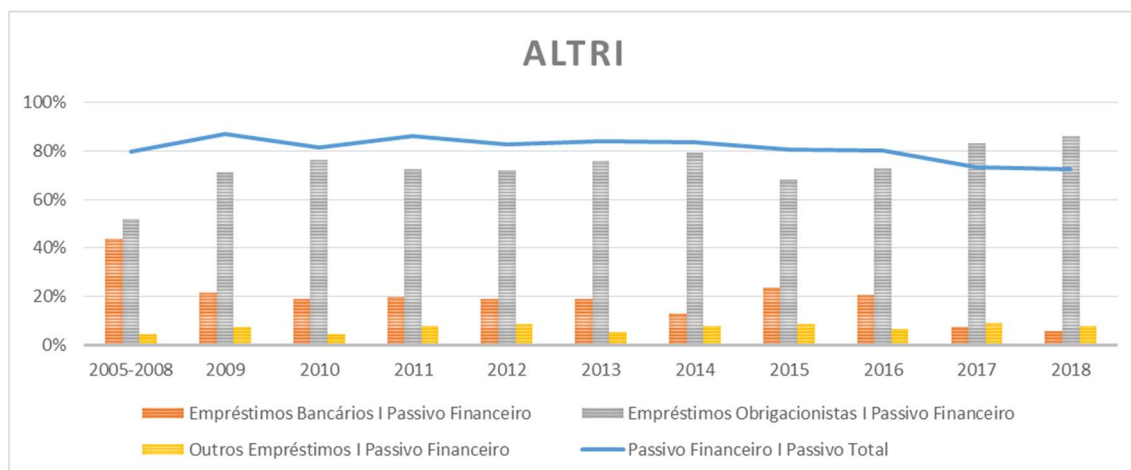
## Capítulo V - Análise Empírica

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

Todos os dados apresentados neste capítulo tiveram origem em cálculos por nós efetuados com base nos dados financeiros disponibilizados por cada empresa (disponíveis nas páginas online de relação com o mercado). Para fundamentar a análise quantitativa e histórica também consideramos pertinente contactar os gabinetes de relações com o mercado com o objetivo de obter informação mais do foro qualitativo.

### 5.1. Análise Empresa a Empresa

#### Altri, S.G.P.S., S.A.



**Gráfico 4 – Altri – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da Altri

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários   Passivo Financeiro	19,7%	14,3%	17,2%	Empréstimos Bancários	197 243	39 790	134 770
Empréstimos Obrigacionistas   Passivo Financeiro	73,6%	77,8%	75,5%	Ano	2009	2018	2009-2018
Outros Empréstimos   Passivo Financeiro	6,7%	7,9%	7,3%	Empréstimos Obrigacionistas	669 500	478 877	590 718
Passivo Financeiro   Passivo Total	84,2%	78,2%	81,3%	Ano	2010	2015	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio   Ativo Total)	12,7%	28,6%	20,7%	Outros Empréstimos	69 322	39 247	56 854
EO ALTRI SGPS   EO AMOSTRA TOTAL	2,4%	2,4%	2,4%	Ano	2012	2010	2009-2018

### Quadro 3 – Altri SGPS – Estatísticas Simples e Valores Absolutos

Fonte: Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da Altri SGPS

A Altri SGPS é uma sociedade *holding* organizada, essencialmente, em torno de três atividades: produção de polpa de papel, a exploração florestal e a produção de eletricidade a partir de energias renováveis. As conclusões a retirar da análise do passivo da Altri SGPS evidenciam uma tendência decrescente do passivo financeiro nos últimos dez anos e uma importância sólida do financiamento obrigacionista para o mesmo período. Os empréstimos obrigacionistas são a maior rubrica do passivo financeiro (86% em 2018) e, obviamente, a maior fonte de financiamento desta *holding*, contrastando com o peso decrescente do financiamento bancário (6% em 2018). De realçar que em 2018, os empréstimos obrigacionistas representavam em termos absolutos 609 M€.

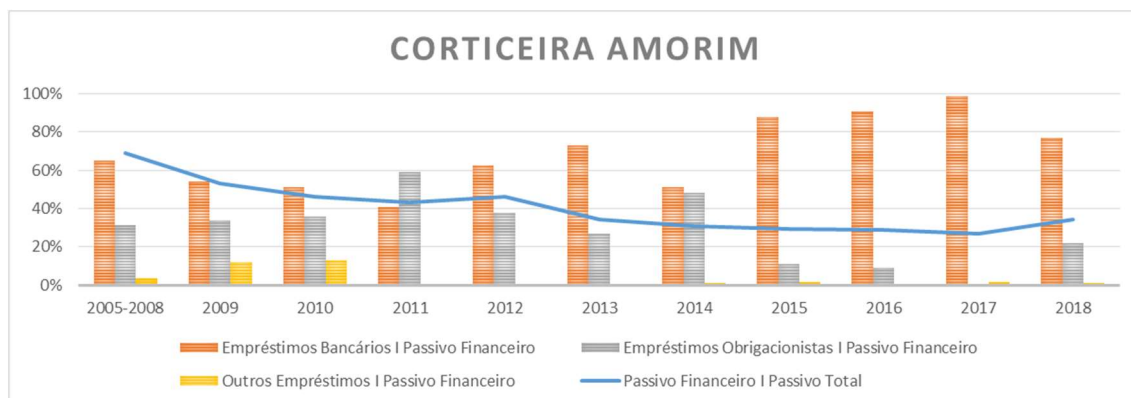
No sentido de perceber se a escolha da estrutura do financiamento resulta de uma estratégia da empresa ou eventual alteração das condições de mercado, entrámos em contato com o gabinete de relações com o mercado da Altri SGPS que nos explicou que as emissões obrigacionistas são resultado da estratégia da empresa pelas seguintes razões: pelo aumento da notoriedade e visibilidade, pela diversificação das fontes de financiamento e maior abrangência de investidores e, sobretudo, pela grande flexibilidade negocial que as obrigações oferecem quer em colocações públicas e/ou privadas.

Salientamos que a Altri SGPS concluiu com sucesso no início de 2019 a emissão de 50 milhões de euros de “dívida verde” a 10 anos, conhecida como *Green Bonds*. A referida emissão pagou um cupão de 1,9% (abaixo do cupão médio do histórico) e foi realizada através da sua participada Sociedade Bioelétrica do Mondego sendo estes os primeiros títulos do género a serem admitidos à negociação na bolsa portuguesa.

A Altri SGPS está empenhada em integrar a agenda da sustentabilidade nas suas finanças corporativas. Assim, através do financiamento sustentável, a Altri SGPS pretende investir em projetos que melhorem o seu desempenho ambiental, promovam um enquadramento de produção de energia limpa e renovável, e fortaleçam a prevenção e controlo integrados da poluição, reforçando, por conseguinte, o seu compromisso de sustentabilidade.

O gabinete de relações com o mercado da Altri SGPS referiu, adicionalmente, que a Sociedade Bioelétrica do Mondego contratou a *Sustainalytics* para avaliar *Green Bond Framework*, tendo dela obtido uma *Second-Party Opinion* positiva, relativamente ao seu alinhamento com as condições estabelecidas pelos Princípios de Obrigações Verdes ("*Green Bond Principles*"), publicados pela *International Capital Market Association*.

### Corticeira Amorim, S.G.P.S., S.A.



**Gráfico 5 – Corticeira Amorim – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da Corticeira Amorim

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	55,8%	80,9%	66,8%	Empréstimos Bancários	123 798	47 641	82 619
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	39,0%	18,0%	29,8%	Ano	2018	2014	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	5,2%	1,1%	3,4%	Empréstimos Obrigacionistas	82 215	0	36 857
Passivo Financeiro I Passivo Total	44,3%	30,3%	36,8%	Ano	2011	2017	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	47,2%	53,5%	50,3%	Outros Empréstimos	17 858	0	4 172
EO CORTICEIRA AMORIM I EO AMOSTRA TOTAL	0,2%	0,1%	0,1%	Ano	2009	2012	2009-2018

### Quadro 4 – Corticeira Amorim – Estatísticas Simples e Valores Absolutos

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da Corticeira Amorim

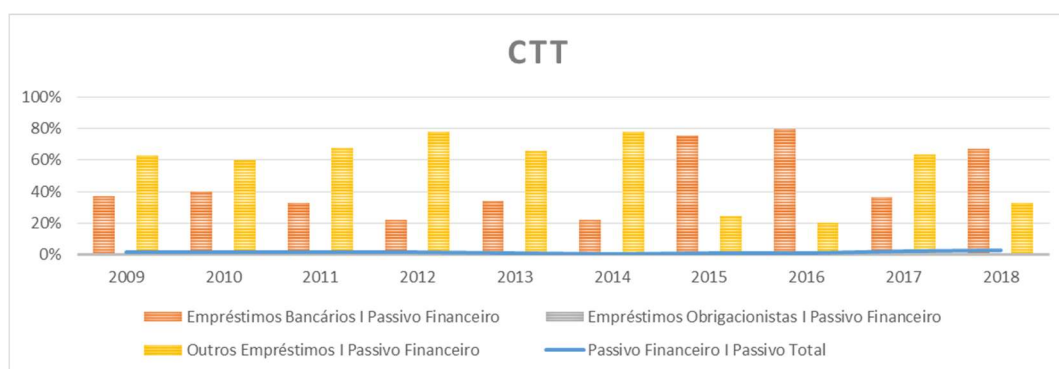
A Corticeira Amorim é maior empresa transformadora de produtos de cortiça do mundo. Presente em mais de 100 países exporta cerca de 95% da sua produção. Têm uma estratégia focada na inovação e na sustentabilidade e conta com 148 anos de liderança no setor.

Por análise da composição do passivo financeiro da Corticeira Amorim verificamos o que foi dito na análise ao inquérito da conjuntura de investimento, ou seja, o financiamento bancário é a principal fonte de recurso de capital alheio. Contudo, de forma transversal

às demais empresas na amostra, o passivo financeiro, segue uma trajetória decrescente nos últimos dez anos.

Ao analisarmos o ano de 2018, verificamos que 77% do passivo financeiro da empresa é designado por empréstimos bancários. Muito embora, face à dimensão da atividade operacional da Corticeira Amorim, os empréstimos bancários em termos absolutos são apenas 123M€, o valor mais elevado dos últimos dez anos, com um múltiplo de dívida líquida sobre *Ebitda* de 1x, o que poderá indiciar uma reduzida dependência e/ou necessidade de capitais alheios para atividades de investimento e financiamento das operações. O gabinete de relações com o mercado da Corticeira Amorim realçou que em 2015 a empresa efetivou um contrato de empréstimo com o Banco Europeu de Investimento (BEI) a dez anos, com carência de quatro anos, negociado a uma taxa *all-in* inferior a qualquer financiamento existente à data no balanço da empresa. Com esta facilidade a Corticeira Amorim conseguiu alongar substancialmente os prazos da sua dívida, e ao mesmo tempo baixar consideravelmente a sua taxa média de dívida remunerada. O *Equity Research* da Corticeira Amorim, publicado em 2019, aborda a emissão de *Green Bonds* como potencial fonte de financiamento para a empresa. Realça que as *Green Bonds* apresentam as mesmas características que obrigações normais, com a exceção de que o montante emitido tem de ser obrigatoriamente alocado a projetos de cariz ambiental. Da análise efetuada, o documento conclui que a Corticeira Amorim, líder de mercado mundial e com baixo nível de endividamento, poderá não beneficiar da emissão deste tipo de instrumento de financiamento. A não existência de projetos de grande dimensão contribui igualmente para a conclusão de que os custos associados a uma emissão de *Green Bonds* seriam superiores aos seus benefícios.

### CTT Correios de Portugal, S.A.



**Gráfico 6 – CTT – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C dos CTT

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários   Passivo Financeiro	33,5%	58,7%	49,3%	Empréstimos Bancários	30 834	825	7 640
Empréstimos Obrigacionistas   Passivo Financeiro	0,0%	0,0%	0,0%	Ano	2018	2014	2009-2018
Outros Empréstimos   Passivo Financeiro	66,5%	41,3%	50,7%	Empréstimos Obrigacionistas	0	0	0
Passivo Financeiro   Passivo Total	1,4%	1,6%	1,5%	Ano	2009-2018	2009-2018	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio   Ativo Total)	23,3%	16,2%	19,7%	Outros Empréstimos	17 938	1 990	7 863
EO CTT   EO AMOSTRA TOTAL	0,0%	0,0%	0,0%	Ano	2017	2015	2009-2018

## Quadro 5 – CTT – Estatísticas Simples e Valores Absolutos

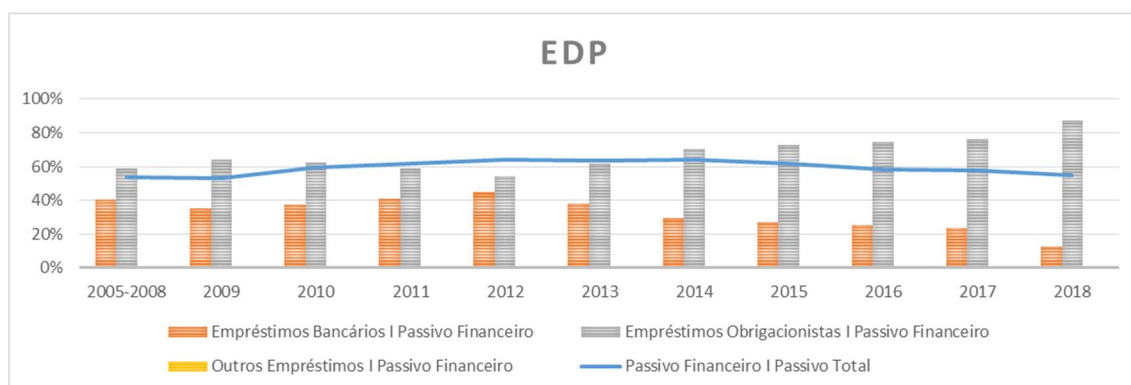
**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C dos CTT

Os CTT - Correios de Portugal são o principal prestador de serviços postais português. O volume de negócios distribui-se em torno de três atividades: recolha e entrega de correio, serviços de transporte expresso de correio e venda de produtos e de serviços financeiros. Ao contrário da generalidade das empresas do PSI-20 os CTT nunca emitiram títulos representativos de dívida. Os próprios empréstimos bancários, forma de financiamento por excelência, assumem um papel pouco relevante. Em termos absolutos, o ano de 2018, foi o mais expressivo dos últimos dez anos, com um valor absoluto de empréstimos bancários de 31M€ (67% do passivo financeiro). Historicamente, a rubrica mais representativa do passivo financeiro, é a que diz respeito às locações financeiras. Em 2018, os outros empréstimos apresentaram um valor absoluto de 15M€ (33% do passivo financeiro).

Podemos afirmar que, no que respeita à composição da estrutura da dívida, os CTT distanciam-se dos pressupostos assumidos contrariando a tendência decrescente das restantes empresas do PSI-20. Em 2009 os CTT tinham um passivo total de 903 M€, dos quais, 5M€ correspondiam a financiamento bancário. Em 2018 o passivo assumia 1,6 MM€, dos quais, 31M€ correspondiam a financiamento bancário.

De realçar que os CTT investiram, em 2019, 40 milhões de euros na modernização da operação postal e logística, investimento este suportado por empréstimos bancários dada a circunstância de não serem montantes avultados face à magnitude do negócio.

## EDP – Energias de Portugal, S.A.



### Gráfico 7 – EDP – Passivo Financeiro I Passivo Total

Fonte: Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da EDP

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	39,5%	24,0%	31,9%	Empréstimos Bancários	9 053 278	2 013 872	5 742 502
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	60,0%	75,8%	67,8%	Ano	2012	2018	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	0,5%	0,2%	0,4%	Empréstimos Obrigacionistas	13 930 095	10 370 942	12 214 779
Passivo Financeiro I Passivo Total	60,5%	59,4%	60,0%	Ano	2014	2009	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	26,6%	30,1%	28,4%	Outros Empréstimos	115 910	16 434	64 373
EO EDP I EO AMOSTRA TOTAL	41,8%	58,0%	49,4%	Ano	2010	2018	2009-2018

### Quadro 6 – EDP – Estatísticas Simples e Valores Absolutos

Fonte: Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da EDP

A EDP é um dos principais produtores e distribuidores portugueses de energia elétrica e, por excelência, uma empresa aberta ao financiamento por obrigações. Como mencionado por Valeiro (2016), maioritariamente através da sua subsidiária EDP Finance BV, com sede na Holanda, o Grupo EDP recorre ao financiamento obrigacionista com bastante sucesso, seja em euros, U.S. Dólares mas também libras e yens. Recordamos que os dados financeiros analisados são consolidados e, conseqüentemente, incluem o desempenho financeiro da EDP Renováveis.

Mais uma vez, quer seja em função do passivo total ou do passivo financeiro, vemos que a dependência do financiamento bancário está a decrescer. Os empréstimos obrigacionistas são a principal fonte de capital alheio do grupo EDP e, em 2018, representa mesmo 87% de todo o passivo financeiro. Em termos absolutos são aproximadamente 14 mil milhões de euros. Apesar de ligeiro, podemos perceber um declive negativo na tendência dos empréstimos bancários, contrastando com um declive positivo no financiamento obrigacionista. O departamento de relações com o mercado da EDP realçou que política de financiamento da empresa está estruturada de forma a

promover a economia e eficiência de custos. Os empréstimos contraídos destinam-se ao financiamento ou refinanciamento do portfólio de projetos do Grupo e, como tal, a estabilidade associada às receitas do sector elétrico e a previsibilidade de *cash-flows* permite uma estruturação de dívida, com maturidades mais longas e taxas de juros relativamente baixas, coincidente com a exigência das emissões obrigações. Adicionalmente, acrescentaram que investimentos tão elevados como os realizados pela EDP requerem uma forma de financiamento capaz de obter montantes igualmente altos, o que mais uma vez coincide com as características das obrigações. Por último enfatizam que é expectável que o Grupo continue a recorrer aos mercados de internacionais de dívida, uma vez que os mesmos permitem captar a atenção de grandes investidores institucionais, como fundos de pensões, gestores de ativos e seguradoras, de diferentes geografias.

Realçamos que a EDP apresenta um rácio de dívida líquida sobre Ebitda de 4x e uma notação da Rating classificado de “Estável” pelas principais agências de notação financeira: *Fitch* (BBB-), *Moody's* (Baa3) e *Standard & Poor's* (BBB-)

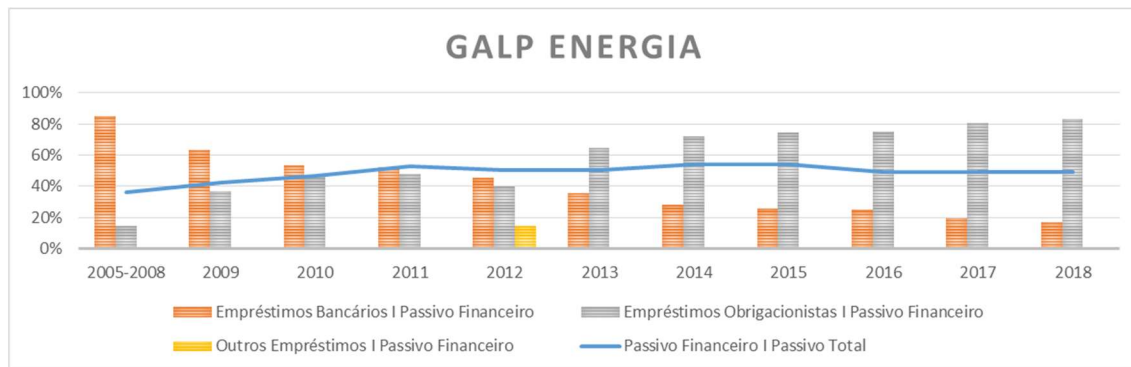
O valor das emissões obrigacionistas da EDP representam 49,4% do valor total das emissões obrigacionistas da nossa amostra para o período compreendido entre 2009 e 2018.

Realçamos que a EDP *Finance* fez uma emissão inaugural, em Outubro de 2018, de 600 milhões de euros em ‘obrigações verdes’ (*green bonds*) a sete anos. A empresa pagou um cupão de 1,959%. Adicionalmente em janeiro de 2019 voltou a realizar uma nova emissão de obrigações no montante de mil milhões de euros visando o (re) financiamento de projetos de energias limpas, desde a eólica à solar. Estes títulos (“*green bonds*”, ou obrigações verdes) têm uma maturidade máxima de 60 anos, vencendo em abril de 2079. Por último, em Setembro de 2019, a EDP avançou com uma terceira emissão de dívida no montante de 600 milhões de euros, mediante a colocação no mercado de "*green bonds*" Estes títulos têm uma maturidade de sete anos, vencendo em setembro de 2026, e por eles a EDP pagará aos investidores um cupão anual de 0,375%, significativamente abaixo do custo médio da dívida que a elétrica portuguesa tem hoje e abaixo dos 0,676%, novo mínimo histórico, do leilão de títulos levado a cabo pelo Tesouro português, no mesmo período.

Para Santos (2019) se os benefícios para as empresas são evidentes pelo acesso a taxas de juro relativamente baixas e a financiamentos com maturidades mais longas, para os Estados há um fator extra a ter em conta: uma obrigação verde dá um importante sinal

aos investidores internacionais, mostra que naquele país há uma grande vontade de promover o investimento verde.

### Galp Energia, S.G.P.S., S.A.



**Gráfico 8 – Galp Energia – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da Galp Energia

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	48,7%	23,3%	35,9%	Empréstimos Bancários	1 982 889	556 000	1 178 719
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	48,1%	76,7%	62,5%	Ano	2011	2018	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	3,2%	0,0%	1,6%	Empréstimos Obrigacionistas	2 700 000	801 369	2 053 963
Passivo Financeiro I Passivo Total	49,0%	51,3%	50,2%	Ano	2018	2009	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	37,1%	49,0%	43,1%	Outros Empréstimos	527 273	0	52 906
EO GALP I EO AMOSTRA TOTAL	6,0%	11,0%	8,3%	Ano	2012	2018	2009-2018

**Quadro 7 – Galp – Estatísticas Simples e Valores Absolutos**

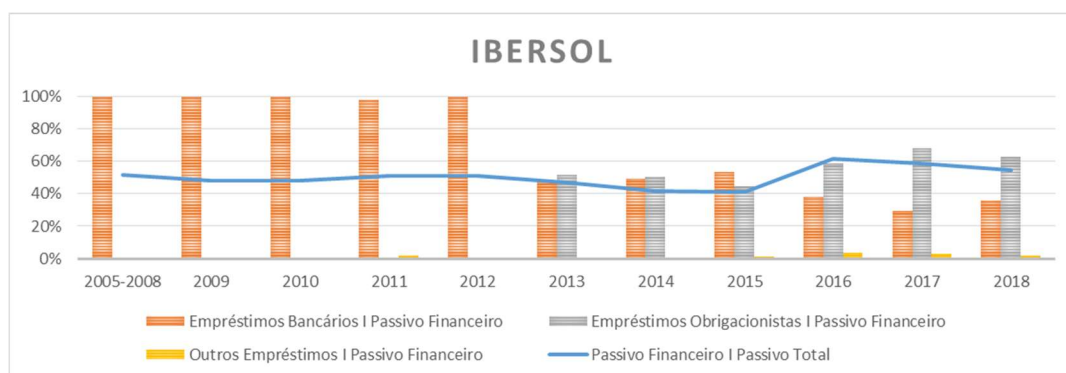
**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da Galp

A Galp Energia está entre os principais grupos petrolíferos e de gás europeus, como grande empresa que é, e estando sujeita aos mesmos impactos macroeconómicos, segue a tendência do aumento do peso relativo do financiamento obrigacionista. O setor Energético, por excelência, é bastante exigente em termos de capital. Apesar de a Dezembro de 2018 a Galp se encontrar numa situação financeira bastante robusta, com rácio de dívida líquida para Ebitda de 0,8x, percebemos junto do departamento de relações com o mercado que empresa tem como estratégia otimizar a estrutura de capitais, nomeadamente, através da diversificação das suas fontes de financiamento e através da extensão da maturidade média da dívida.

No âmbito desta estratégia, a Galp tem lançado vários programas para a emissão de instrumentos de dívida de médio prazo no mercado de capitais. Neste âmbito, procedeu, por exemplo, a emissões de dívida, em 2013, 2014 e 2017, para um montante total de 1,5

mil milhões de euros. Estes títulos foram admitidos à negociação na *London Stock Exchange* ao abrigo do programa EMTN - *Euro Medium Term Note*. Com isto, os financiamentos por títulos obrigacionistas representaram, em 2018, 83% da totalidade do passivo financeiro. A categoria “outros empréstimos” dada a natureza de negócio da Galp e em função do seu balanço, é praticamente inexpressiva ao longo do período em análise. O valor das emissões obrigacionistas da Galp representam 8,2% do valor total das emissões obrigacionistas da nossa amostra para o período compreendido entre 2009 e 2018.

### Ibersol, S.G.P.S., S.A.



**Gráfico 9 – Ibersol – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da Ibersol

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	90,9%	37,2%	55,9%	Empréstimos Bancários	63 503	19 115	44 830
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	8,6%	60,4%	42,3%	Ano	2016	2014	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	0,5%	2,4%	1,7%	Empréstimos Obrigacionistas	97 750	0	33 935
Passivo Financeiro I Passivo Total	49,1%	54,8%	52,7%	Ano	2016	2009-2012	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	49,4%	47,8%	48,6%	Outros Empréstimos	5 539	0	1 385
EO IBERSOL SGPS I EO AMOSTRA TOTAL	0,0%	0,3%	0,1%	Ano	2017	2009-2010	2009-2018

**Quadro 8 – Ibersol – Estatísticas Simples e Valores Absolutos**

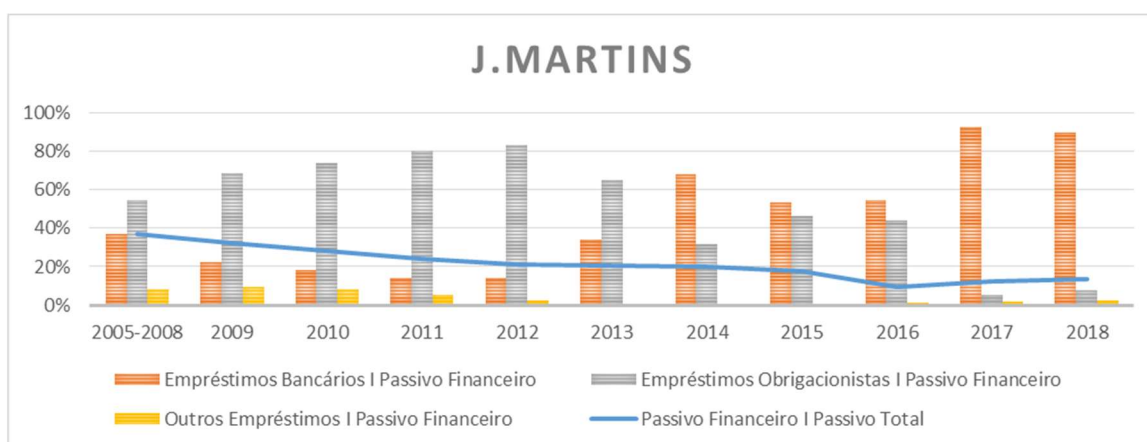
**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da Ibersol

A Ibersol está especializada na exploração de cadeias de restauração rápida, nomeadamente sob a representação de diversas marcas sobejamente conhecidas como é o caso da *Pizza Hut*. No final de 2018, o grupo explorava 641 restaurantes implantados em Portugal, Espanha e Angola. Ao contrário da generalidade das empresas do PSI-20 a Ibersol emite apenas títulos representativos de dívida na forma de “Programas de Papel

Comercial”. Os próprios empréstimos bancários assumem um papel pouco relevante. Em termos absolutos o ano de 2016 foi o mais expressivo dos últimos dez anos, com um valor absoluto de empréstimos bancários de 63M€ o que indicia uma reduzida dependência de capitais alheios. As emissões de papel comercial, no mesmo ano, em termos absolutos são 98M€, representando 59% do passivo financeiro. Pelo que conseguimos apurar junto da empresa esta é a estratégia definida e que permite otimizar as necessidades de financiamento e o custo do capital, beneficiado da visibilidade e aumento do interesse por parte dos investidores. Acrescentam que o papel comercial beneficia de isenção de imposto de selo (ao contrário do financiamento bancário) tornando-se assim uma dívida com custos totais potencialmente mais baixos.

Vejamos que apesar do financiamento bancário, no período da amostra, representar um peso de 56% do passivo financeiro, é perceptível que a partir de 2013/2014 a empresa modificou substancialmente o seu paradigma de financiamento em prejuízo dos financiamentos bancários.

#### J. Martins, S.G.P.S, S.A.



**Gráfico 10 – J. Martins – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C do J. Martins

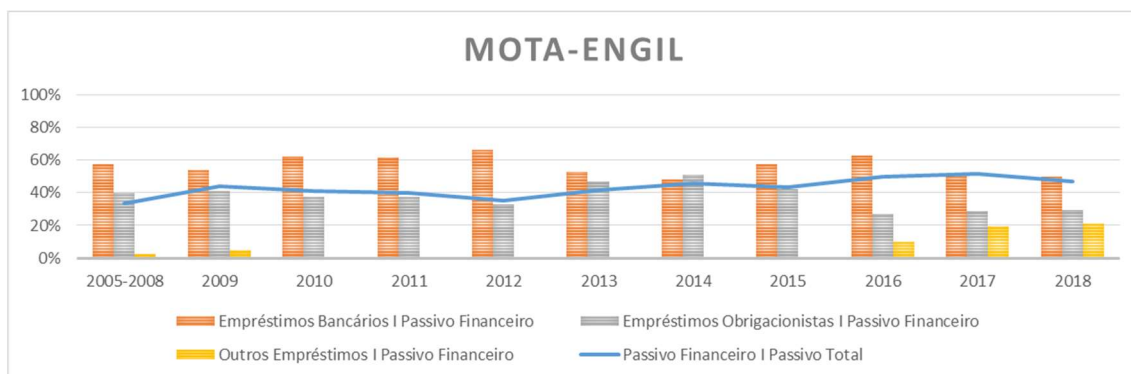
	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	20,4%	72,7%	42,6%	Empréstimos Bancários	574 055	100 795	290 022
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	74,0%	26,3%	53,8%	Ano	2018	2012	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	5,6%	1,0%	3,6%	Empréstimos Obrigacionistas	635 007	30 000	366 463
Passivo Financeiro I Passivo Total	25,0%	14,4%	19,1%	Ano	2010	2017	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	30,0%	31,6%	30,8%	Outros Empréstimos	84 560	319	24 706
EO J.MARTINS SGPS I EO AMOSTRA TOTAL	2,2%	0,7%	1,5%	Ano	2009	2015	2009-2018

#### Quadro 9 – J. Martins, SGPS – Estatísticas Simples e Valores Absolutos

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C do J. Martins, SGPS

O Grupo Jerónimo Martins detém ativos na área Alimentar, maioritariamente na distribuição, com posições de liderança de mercado na Polónia e em Portugal. Alcançou, em 2018, vendas de 17,3 mil milhões de euros. O financiamento obrigacionista foi, sem dúvida, uma importante fonte de financiamento do grupo Jerónimo Martins até 2013. Se tivermos em conta o período compreendido de 2009 e 2013, em média 75% da totalidade do passivo financeiro correspondia a empréstimos obrigacionistas. O seu passivo financeiro representa, em média, 20% da totalidade do passivo também com tendência decrescente. Conforme mencionado por Valeiro (2016), a partir do ano de 2014 o comportamento do grupo revela-se atípico, distancia-se do que tem sido prática comum da generalidade das empresas e aumenta o peso da dívida bancária na sua estrutura de capital, enquanto diminui a componente obrigacionista. Conforme partilhado pelos responsáveis do grupo, em sede de entrevista, as formas de financiamento através de empréstimos obrigacionistas ou papel comercial, permitiram ao grupo aceder a um leque mais vasto de investidores para além do sector bancário em Portugal que, como se sabe, passou uns anos de pouco apetite para contratação de nova dívida. Adicionalmente, referem que os empréstimos obrigacionistas e o papel comercial beneficiam de isenção de Imposto de Selo (ao contrário do financiamento bancário) tornando-se assim uma dívida com custos totais potencialmente mais baixos. Adicionalmente, realçam que nos últimos anos de análise, os mercados Polacos e Colombianos, não se deparam com dificuldades ao nível de restrições bancárias, pelo que, os financiamentos continuam a ser efetuados através da banca local, a qual continua a revelar uma grande vontade de continuar a aumentar a exposição ao Jerónimo Martins. Em termos absolutos, em 2018 o financiamento bancário é de 575 milhões de euros e representa 90% do passivo financeiro e como já referido diz respeito aos mercados Polaco (288M€) e Colombiano (286M€).

## Mota-Engil, S.G.P.S., S.A.



**Gráfico 11 – Mota Engil – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C Mota-Engil

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	59,2%	54,0%	56,1%	Empréstimos Bancários	1 148 382	602 033	862 806
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	39,4%	35,0%	36,7%	Ano	2016	2009	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	1,4%	11,0%	7,2%	Empréstimos Obrigacionistas	809 877	366 441	564 835
Passivo Financeiro I Passivo Total	40,2%	47,5%	44,4%	Ano	2015	2012	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	13,2%	12,8%	13,0%	Outros Empréstimos	416 322	5 052	111 293
EO MOTA ENGIL I EO AMOSTRA TOTAL	1,8%	2,8%	2,3%	Ano	2018	2015	2009-2018

**Quadro 10 – Mota-Engil – Estatísticas Simples e Valores Absolutos**

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C Mota-Engil

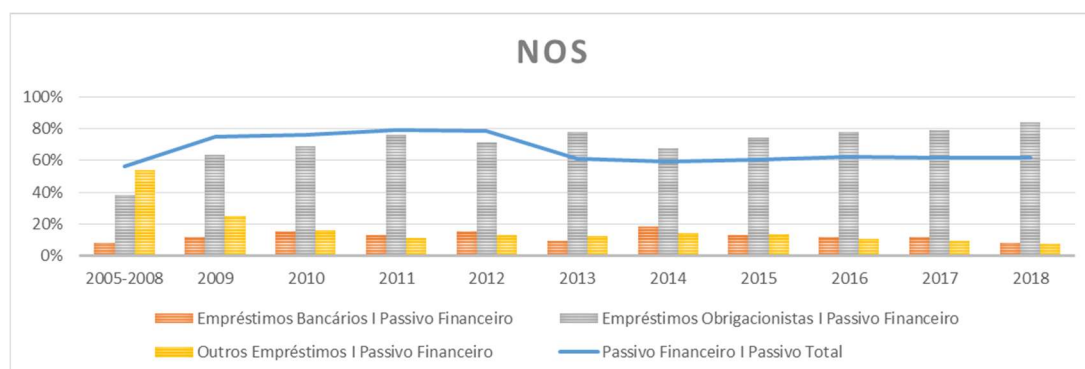
A Mota-Engil, SGPS, S.A. é um grupo de construção organizado em torno de várias atividades, nomeadamente, a Engenharia e Construção, a Gestão de Resíduos, a Energia, os Multisserviços, a Concessões de Infraestruturas de Transportes e a Mineração e Logística. De acordo Valeiro (2016), sendo a Mota-Engil uma empresa dedicada à construção e obras públicas, não é de admirar que a maior fatia do seu passivo financeiro diga respeito a empréstimos bancários. As empresas da área da construção, dada a dimensão e avultado montante dos projetos em que se envolvem, antes de iniciarem os seus projetos recorrem à banca no sentido de se financiar. Apesar desta premissa, o peso relativo dos empréstimos obrigacionistas, ao longo do período em análise, teve diferentes comportamentos. Subiu em detrimento dos empréstimos bancários até 2014, onde representou 795M€ e 51% do passivo financeiro e, a partir de 2015 a dependência do financiamento bancário voltou a crescer. As elevadas necessidades de capital obrigam a que diversas formas de financiamento sejam adotadas em simultâneo. Como podemos comprovar, o financiamento bancário é a principal fonte de financiamento da empresa representando, em média, 56% dos empréstimos obtidos.

Podemos concluir que, independentemente de o financiamento obrigacionista estar a ser cada vez mais relevante e a registar uma ligeira tendência crescente, a Mota-Engil contraria essa tendência uma vez que o financiamento obrigacionista é ultrapassado pelo financiamento bancário em todo o período da amostra. De destacar ainda que, apesar de não ser a principal forma de financiamento, em valores absolutos, o financiamento obrigacionista tem valores extremamente avultados. Tentamos perceber junto dos seus responsáveis as razões subjacentes às várias emissões e o *feedback* é o de que a empresa visa obter fundos para financiar a sua atividade corrente e de expansão internacional, bem como dar prosseguimento à estratégia de alongamento de maturidade da sua dívida, de modo a alinhá-la melhor com a geração de *cash-flow*. Adicionalmente, as várias ofertas públicas de subscrição têm permitido ao Grupo intensificar a diversificação das suas fontes de financiamento e otimizar o custo médio da sua dívida.

Certo é que o financiamento bancário é sem dúvida a principal fonte de capital alheio da Mota-Engil revelando-se uma das empresas do PSI-20 com maior dependência das instituições bancárias.

Realçamos que em finais de 2019 a Mota-Engil concluiu “com sucesso” a operação integrada de três emissões obrigacionistas com maturidade de 5 anos, realizando um valor total de 140 milhões de euros e um cupão de 4,375%. Os responsáveis reforçam novamente a mensagem de que estas emissões têm permitido ao Grupo refinar a sua atividade, diversificando as fontes de financiamento, otimizar o custo médio e alargar a maturidade da dívida.

## NOS, S.G.P.S., S.A.



**Gráfico 12 – NOS – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da NOS

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários   Passivo Financeiro	12,8%	12,4%	12,6%	Empréstimos Bancários	205 834	93 269	142 331
Empréstimos Obrigacionistas   Passivo Financeiro	71,9%	76,6%	74,3%	Ano	2014	2018	2009-2018
Outros Empréstimos   Passivo Financeiro	15,2%	11,0%	13,1%	Empréstimos Obrigacionistas	954 500	613 713	838 571
Passivo Financeiro   Passivo Total	73,3%	61,1%	66,5%	Ano	2018	2009	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio   Ativo Total)	18,2%	36,2%	27,2%	Outros Empréstimos	244 009	87 995	147 619
EO NOS SGPS   EO AMOSTRA TOTAL	3,0%	3,8%	3,4%	Ano	2009	2018	2009-2018

## Quadro 11 – NOS – Estatísticas Simples e Valores Absolutos

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da NOS

A NOS, SGPS é um grupo de *media*, organizado em torno de duas atividades: serviços de telecomunicações e exploração de cinemas. Além disso, o grupo está a desenvolver um negócio de edição e distribuição de produtos multimédia. As conclusões a retirar da análise do passivo da NOS SGPS evidenciam uma tendência decrescente do passivo financeiro nos últimos dez anos e uma importância sólida do financiamento obrigacionista para o mesmo período.

Os empréstimos obrigacionistas são a maior rubrica do passivo financeiro (84% em 2018) e, obviamente, a maior fonte de financiamento desta *holding*, contrastando com o peso decrescente do financiamento bancário (8% em 2018). De realçar que em 2018, os empréstimos obrigacionistas representavam em termos absolutos 955 milhões de euros. O gabinete de relação com o mercado da NOS SGPS explicou que a empresa em 2018 continuou a aceder a financiamentos a custos inferiores durante o ano de 2017, com um custo médio da dívida de 1,8%, o que compara com 2,0% em 2017. Adicionalmente, em 2018, a NOS SGPS executou uma transação inaugural de obrigações nos mercados internacionais de dívida, emitindo obrigações no montante de 300 milhões de euros, com uma maturidade de 5 anos, a uma taxa de cupão anual fixa de 1,125%. Esta emissão foi utilizada para o financiamento global da atividade e para o reembolso antecipado de linhas de financiamento existentes.

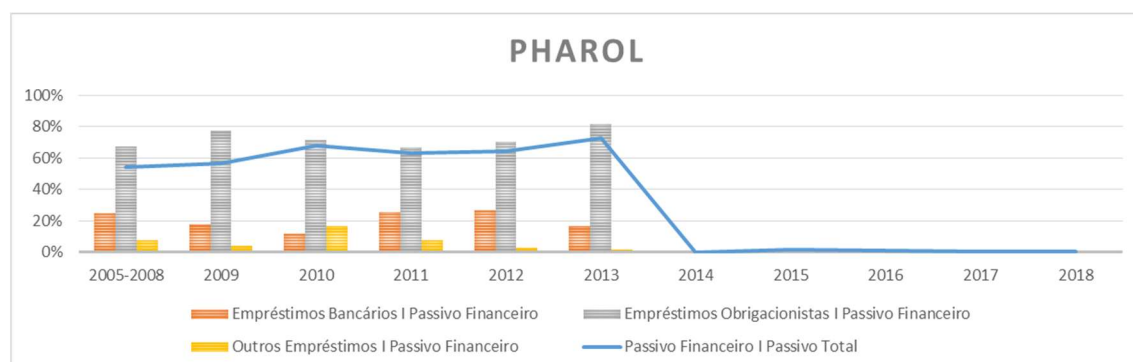
Acrescentam que a obtenção de uma notação de crédito e o acesso aos mercados de capital de dívida, representou um importante passo na execução da estratégia de financiamento da empresa, contribuindo significativamente para a diversificação das fontes e instrumentos de financiamento, extensão da maturidade média da dívida e redução adicional do custo médio da dívida. Realçaram ainda que a 31 de dezembro de 2018, o valor total contratado ao abrigo de programas de papel comercial com tomada firme é de 520 milhões de euros, correspondendo a onze programas, com quatro instituições bancárias, enquanto entidades Organizadora (Banco como prestador de serviços).

No início de 2020, a S&P confirmou a notação de *rating* de crédito de longo prazo da NOS em BBB-, com um *outlook* estável. A Fitch também confirmou a notação de *rating* de crédito de longo prazo da NOS de BBB.

Para a Fitch, esta classificação reflete a solidez da NOS, SGPS e confirma um perfil operacional que combina indicadores de desempenho bem estabelecidos e consistentemente positivos, a diversificação das receitas e um crescimento sólido. A Fitch refere ainda que a NOS, SGPS combina um perfil financeiro estável e saudável, com um dos perfis de negócio mais desenvolvido entre os pares europeu.

De acordo com os responsáveis da NOS, SGPS, no início de 2020, a manutenção do *rating* de crédito de longo prazo de *Investment Grade* por parte da S&P, tem permitido que a empresa reforce as condições para diversificar ainda mais as suas fontes de financiamento, estenda a maturidade média da sua dívida e continue a diminuir o seu já reduzido custo médio da dívida.

### Pharol, S.G.P.S, S.A.



**Gráfico 13 – Pharol – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da Pharol

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	21,1%	0,0%	21,1%	Empréstimos Bancários	3 148 851	0	949 172
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	72,6%	0,0%	72,6%	Ano	2011	2014-2018	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	6,3%	100,0%	6,3%	Empréstimos Obrigacionistas	8 220 798	0	3 268 561
Passivo Financeiro I Passivo Total	64,4%	0,5%	64,3%	Ano	2011	2014-2018	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	18,5%	95,1%	56,8%	Outros Empréstimos	1 188 053	55	282 613
EO PHAROL I EO AMOSTRA TOTAL	24,9%	0,0%	13,2%	Ano	2010	2017	2009-2018

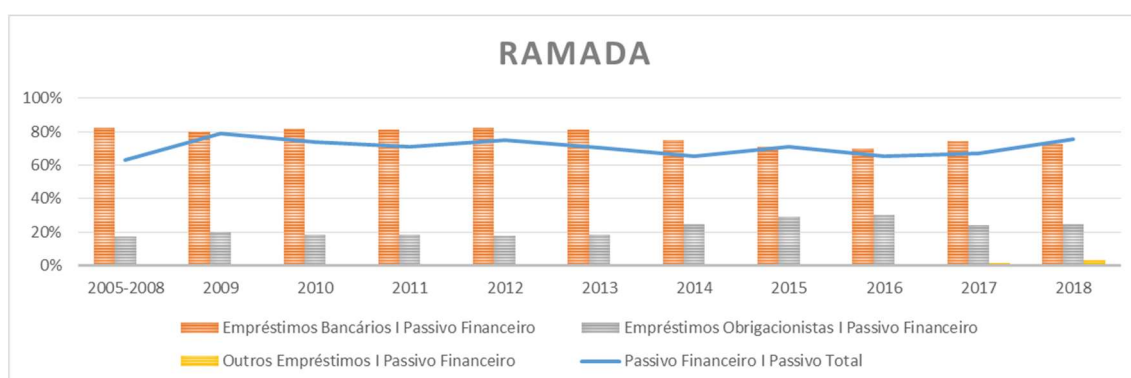
**Quadro 12 – Pharol – Estatísticas Simples e Valores Absolutos**

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da Pharol

A Pharol é uma sociedade *holding* especializada na detenção de participações em empresas que operam nos setores das telecomunicações. Dado que a amostra foi definida a 31 de Dezembro de 2009 e que nesta data a Pharol, empresa originada a partir da Portugal Telecom (PT), ainda não existia, esta será designada sempre com a antiga denominação. De acordo com Valeiro (2016) a PT sempre foi uma empresa aberta aos mais diversos mecanismos financeiros. Historicamente a empresa sempre emitiu financiamentos obrigacionistas e o seu balanço incorporava, por exemplo, *swaps* e instrumentos financeiros derivados. Dada a notoriedade que a marca PT tinha no mercado, as suas emissões de obrigações eram relativamente bem-sucedidas. Podemos ver que, em todo o período de análise, o financiamento obrigacionista foi a principal fonte de capital alheio do grupo. Este financiamento era tão expressivo que representou sempre mais de 50% do passivo total sendo que, em 2011, esse valor chegou a uns expressivos 8,2 mil milhões de euros em títulos de dívida obrigacionista.

As razões mencionadas para a opção pelo financiamento obrigacionista, em sede de reporte financeiro, prendiam-se com economias de escala de financiamento, estruturação de dívida e maturidades longas. À semelhança da generalidade das empresas, o financiamento bancário nunca assumiu um papel de destaque, não obstante, em 2011, o montante de financiamentos bancários era de 3,1 mil milhões de euros. Note-se que falamos de uma empresa que, progressivamente, se tornou cada vez mais endividada. Percebemos isto dado que o rácio dívida sobre Ebitda representou cerca de 68x em 2013. O ano de 2014 foi um ano particular devido ao processo de fusão com a brasileira Oi. Neste ano o seu passivo financeiro era unicamente representado por outros empréstimos que perfaziam uns quase inexpressivos 104 mil euros. Note-se que, de 2011 para 2014, o passivo total da PT passou de 20 mil milhões de euros para 66 milhões, o que mostra bem a reestruturação profunda provocada pelo processo de fusão. No entanto podemos concluir que, enquanto Portugal Telecom, esta foi umas das empresas mais relevantes no que toca à emissão de títulos obrigacionistas. Estas emissões ocorreram, maioritariamente, através da sua subsidiária Portugal Telecom *International Finance BV*. O valor das emissões obrigacionistas da Pharol representam 13% do valor total das emissões obrigacionistas da nossa amostra para o período compreendido entre 2009 e 2018.

## Ramada Investimentos e Indústria, S.A.



**Gráfico 14 – Ramada – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da Ramada

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	81,3%	72,5%	76,9%	Empréstimos Bancários	85 464	59 503	71 561
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	18,6%	26,4%	22,5%	Ano	2010	2014	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	0,1%	1,1%	0,6%	Empréstimos Obrigacionistas	27 250	15 250	20 950
Passivo Financeiro I Passivo Total	74,0%	68,7%	71,3%	Ano	2016	2012	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	28,3%	40,6%	34,4%	Outros Empréstimos	3 020	0	542
EO RAMADA I EO AMOSTRA TOTAL	0,1%	0,1%	0,1%	Ano	2018	2009-2012 e 201	2009-2018

**Quadro 13 – Ramada – Estatísticas Simples e Valores Absolutos**

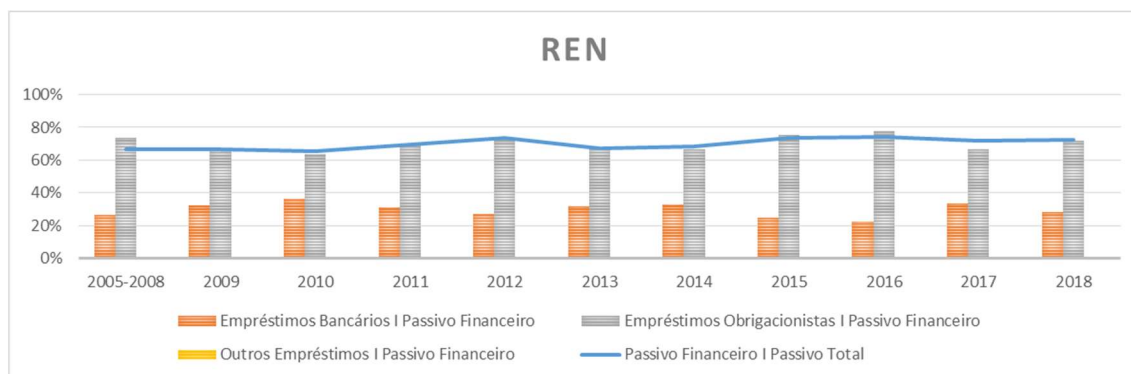
**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da Ramada

A Ramada Investimentos é uma sociedade *holding* organizada em torno duas atividades: a produção de aços especiais e o desenvolvimento e gestão de ativos imobiliários. A Ramada Investimentos foi constituída no âmbito do projeto de reorganização empresarial do Grupo Altri, que se caracterizou pela separação em duas estruturas organizacionais autónomas, materializando, assim, uma lógica de separação de negócios, com o propósito de lhes proporcionar uma maior visibilidade e transparência. Por análise da composição do passivo financeiro da Ramada reiteramos o que foi dito na análise ao inquérito da conjuntura de investimento, ou seja, o financiamento bancário é a principal fonte de recurso de capital alheio, com um peso de 72% do passivo financeiro, em 2018, representando em termos absolutos 70 milhões de euros (e o papel comercial 23,5 milhões de euros). O passivo financeiro, de forma transversal às demais empresas na amostra, também segue uma trajetória decrescente nos últimos dez anos.

Tanto quanto nos foi possível apurar a empresa adota uma estratégia ativa de refinanciamento pautada pela manutenção de um elevado nível de recursos disponíveis para fazer face às necessidades de curto prazo e pelo alongamento ou manutenção de

maturidades da dívida de acordo com os *cash-flows* previstos e a capacidade de alavancagem do seu balanço. De realçar que o Volume de Negócios da Ramada Investimentos é, em média, 100 milhões de euros ano, o mais baixo da nossa amostra, o que poderá indiciar também uma reduzida dependência e/ou necessidade de capitais alheios para atividades de investimento e financiamento das operações.

## REN - Redes Energéticas Nacionais, S.G.P.S., S.A.



### Gráfico 15 – REN – Passivo Financeiro I Passivo Total

Fonte: Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da REN

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	31,6%	28,4%	29,9%	Empréstimos Bancários	944 755	557 181	760 513
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	68,3%	71,5%	69,9%	Ano	2017	2016	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	0,1%	0,1%	0,1%	Empréstimos Obrigacionistas	1 964 676	1 429 039	1 776 004
Passivo Financeiro I Passivo Total	68,7%	72,1%	70,4%	Ano	2012	2010	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	22,5%	25,7%	24,1%	Outros Empréstimos	4 333	1 377	3 000
EO REN I EO AMOSTRA TOTAL	6,3%	8,1%	7,2%	Ano	2018	2012	2009-2018

### Quadro 14 – REN – Estatísticas Simples e Valores Absolutos

Fonte: Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da REN

A REN - Redes Energéticas Nacionais é especializada na exploração e gestão concessionada da rede portuguesa de transporte de eletricidade. De acordo com Valeiro (2016) há empresas, que pelo setor onde estão inseridas, requerem maior necessidade de capital alheio. A natureza da sua atividade assim o obriga, falamos de projetos de elevada dimensão e complexidade que facilmente ascendem a vários milhões de euros. O financiamento obrigacionista é, por natureza, um tipo de financiamento onde se procura angariar elevados montantes de capital. Por outro lado, e à semelhança da EDP, o setor energético é amplamente considerado como tendo receitas estáveis e seguras o que coincide com a orgânica das obrigações (e.g. previsibilidade de *cash-flows* permite

estruturação de dívida). Por este motivo, acaba por ser quase natural que a REN seja fortemente financiada por este tipo de capital. Considerando isto, as emissões obrigacionistas são ideais na medida em que permitem angariar uma quantidade bastante elevada de capital num espaço de tempo relativamente curto. Isto permitirá às empresas economias de escala na obtenção de capital.

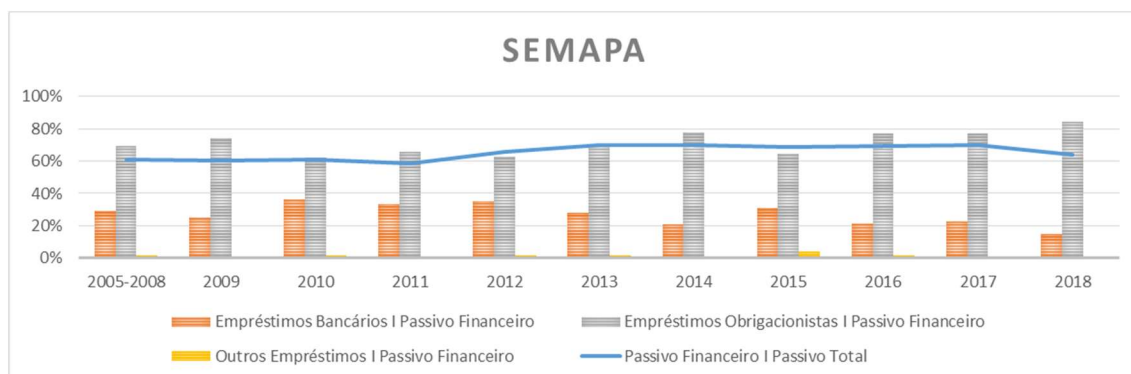
O gabinete de relações com o mercado acrescenta que a REN mantém-se, desde 2013, como a empresa portuguesa com a melhor avaliação no conjunto das três maiores agências de *rating* mundiais e isto dá (aos investidores) a capacidade de poderem investir em Portugal de forma mais segura. Informam que “o mercado (internacional de dívida) está aberto para as empresas nacionais”, os principais tomadores de dívida são “*fund managers*” europeus e as emissões de montantes mais elevados permitem atrair uma base mais alargada de investidores com os quais querem contar. De forma sucinta, concluem que a REN quer continuar a aproveitar as janelas de oportunidade do mercado e financiar-se de forma eficiente no que concerne a montantes, maturidades e custo de dívida.

Vejamos que, em determinados anos, os títulos de dívida representavam cerca de metade da totalidade do passivo do grupo. Para o período em análise, em média, o financiamento obrigacionista representa 70% do passivo financeiro do grupo, obtendo o seu máximo em 2012 onde este tipo de financiamento ascendeu a 2 mil milhões de euros (54% do passivo total e 73% do passivo financeiro). Note-se que, mesmo que a REN pretendesse aumentar os empréstimos bancários em detrimento do obrigacionista, com um passivo financeiro de 2,7 mil milhões de euros em 2018 seria pouco provável encontrar uma instituição de crédito disponível para, e com capacidade de, financiar o grupo em montantes desta ordem de grandeza. O financiamento obrigacionista mostra-se neste caso a alternativa mais viável. Os financiamentos externos são contratados diretamente pela REN SGPS, S.A. e pela REN Finance, B.V., nomeadamente, através do *Euro Medium Term Note Programme (EMTN)* de 5 mil milhões de euros, para financiamento das diversas atividades do Grupo REN. O rácio de dívida líquida sobre Ebitda da REN é de 5x e uma notação da Rating classificado de “Estável” pelas principais agências de notação financeira: *Fitch* (BBB), *Moody's* (Baa3) e *Standard & Poor's* (BBB) classificado de “Estável”.

Os financiamentos bancários, mesmo que em segundo plano, têm um papel não menos importante pois, representado 30% do passivo financeiro destacam-se os empréstimos contratados junto do Banco Europeu de Investimento (BEI).

O valor das emissões obrigacionistas da REN representam 7% do valor total das emissões obrigacionistas da nossa amostra para o período compreendido entre 2009 e 2018.

### Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.



**Gráfico 16 – Semapa – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base no R&C da Semapa

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	31,6%	22,5%	26,7%	Empréstimos Bancários	717 504	264 117	480 327
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	66,9%	75,8%	71,7%	Ano	2012	2018	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	1,6%	1,6%	1,6%	Empréstimos Obrigacionistas	1 551 908	876 000	1 288 986
Passivo Financeiro I Passivo Total	63,6%	68,2%	66,0%	Ano	2014	2010	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	32,2%	30,0%	31,1%	Outros Empréstimos	82 016	6 626	29 105
EO SEMAPA I EO AMOSTRA TOTAL	4,2%	6,3%	5,2%	Ano	2015	2018	2009-2018

**Quadro 15 – Semapa – Estatísticas Simples e Valores Absolutos**

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base no R&C da Semapa

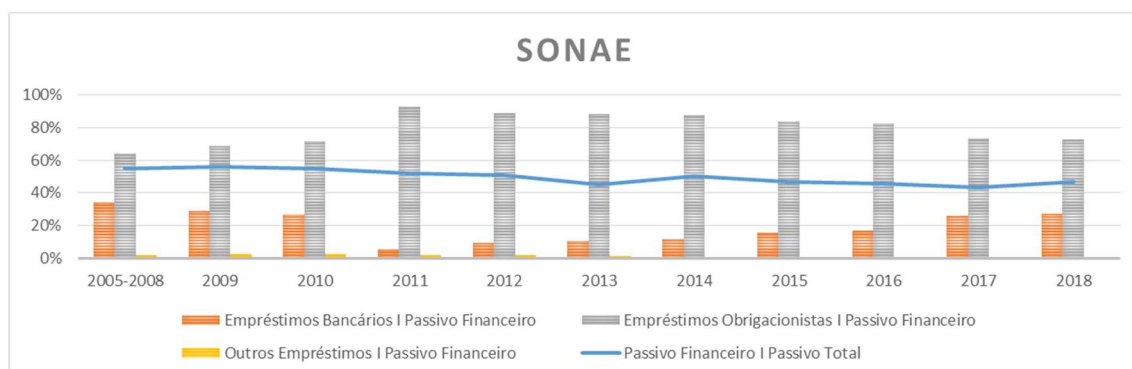
A Semapa é um grupo diversificado organizado em torno de três de atividade: produção de papel e de polpa, a produção de cimento e de materiais de construção e a prestação de serviços ambientais. De acordo com Valeiro (2016) a Semapa mostra um bom exemplo de como tem sido encarado o financiamento obrigacionista na medida em que se trata de um grupo extremamente diversificado, com presença em vários setores de atividade. Historicamente, o capital angariado por meio de obrigações era praticamente inexpressivo. Esta tendência reverteu de 2006 em diante, tendo as obrigações assumido o papel de principal forma de financiamento do grupo. Vejamos que em 2018 as obrigações representavam mais de metade da totalidade do passivo do grupo, passivo esse que ascendia a 2,7 mil milhões de euros. Mais uma vez, estamos perante financiamentos de dimensões elevadíssimas onde a emissão obrigacionista é, quase, a única solução. Em

contato com a própria Semapa, fomos informados que em 2006 iniciou a renegociação da dívida com o intuito de aumentar a sua maturidade. Pela análise de mercado, o grupo considerou que as emissões obrigacionistas e o papel comercial eram a melhor alternativa face a outras formas de financiamento. Salientaram que este tipo de produtos dotou a Empresa da flexibilidade que lhe permite ajustar o nível de endividamento à evolução dos seus fluxos de tesouraria. Adicionalmente informaram que na sequência do processo de desalavancagem a que a Banca foi submetida, a oferta está mais direcionada para produtos com mera intermediação bancária, especialmente se os montantes forem mais elevados (Banco como prestador de serviços).

Em jeito de conclusão, e justificando toda a estrutura do balanço, assumiram que a sua estratégia tem como princípios orientadores a minimização dos custos financeiros, a garantia da liquidez adequada, a flexibilidade e a maturidade suficiente, optando pelos produtos financeiros que respeitem estes princípios. A relevância das obrigações manteve-se e, mesmo quando as condições no mercado bancário ficam mais favoráveis, a Semapa consolidou/aumentou os capitais alheios obtidos com emissões obrigacionistas, prova da relevância deste tipo de financiamento. O valor das emissões obrigacionistas da Semapa representam 5% do valor total das emissões obrigacionistas da nossa amostra para o período compreendido entre 2009 e 2018.

Realçamos que do Grupo Semapa apenas a *The Navigator Company* tem uma notação de Rating atribuída pela *Moody's de Ba2* e pela *Standard & Poor's de BB/Stable/B* ambos numa perspetiva considerada estável.

### Sonae, S.G.P.S., S.A.



**Gráfico 17 – Sonae – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da Sonae

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários   Passivo Financeiro	18,0%	19,6%	18,6%	Empréstimos Bancários	946 714	124 564	395 765
Empréstimos Obrigacionistas   Passivo Financeiro	79,9%	79,9%	79,9%	Ano	2009	2011	2009-2018
Outros Empréstimos   Passivo Financeiro	2,0%	0,6%	1,5%	Empréstimos Obrigacionistas	2 245 375	1 098 107	1 697 012
Passivo Financeiro   Passivo Total	52,3%	46,5%	49,8%	Ano	2009	2017	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio   Ativo Total)	27,3%	37,1%	32,2%	Outros Empréstimos	80 267	5 476	30 978
EO SONAE   EO AMOSTRA TOTAL	7,6%	5,9%	6,8%	Ano	2009	2018	2009-2018

## Quadro 16 – Sonae – Estatísticas Simples e Valores Absolutos

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da Sonae

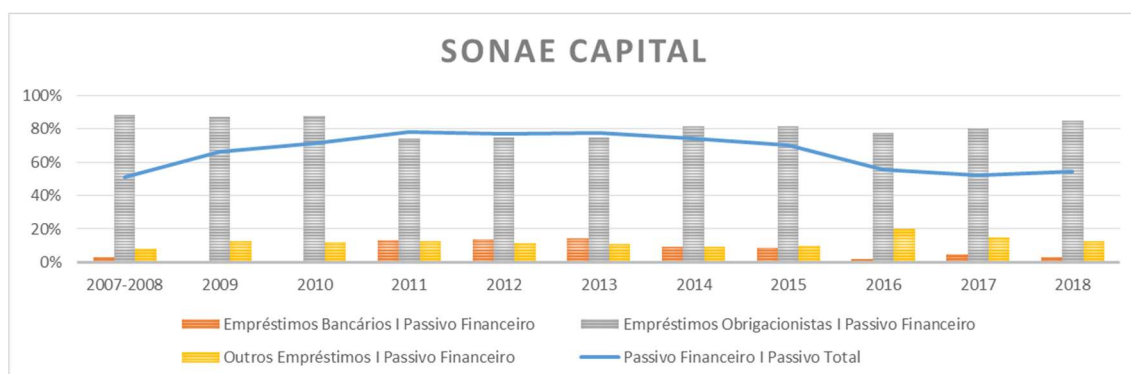
A Sonae é uma empresa de retalho, com duas grandes parcerias ao nível dos centros comerciais e telecomunicações. Na área de retalho alimentar opera um conjunto de hipermercados e supermercados, e no retalho especializado está presente nos setores de desporto, eletrónica e têxtil. De acordo com Valeiro (2016) apesar da Sonae já utilizar a emissão de obrigações como fonte de financiamento, esta utilização é consolidada de 2009 em diante, dois anos depois da crise do *subprime*, o que nos leva a concluir que, a partir desta data, provavelmente, encontravam melhores condições no mercado de capitais do que junto da banca. Vejamos que a fatia obrigacionista em 2009 assumiu uns expressivos 2,2 mil milhões de euros. Em média, para o nosso período amostral, 80% do passivo financeiro da Sonae corresponde a empréstimos obrigacionistas. Estando nós a falar de um dos grupos de empresas de referência em Portugal, podemos perceber bem a importância desta fonte de capital alheio na composição do balanço das grandes empresas. Por outro lado, o financiamento bancário perde importância na estrutura de capital e, em 2011, “apenas” representa 5% do passivo financeiro, 125 milhões de euros.

De realçar que a Sonae fechou também em 2018 um financiamento de 55M€ com o Banco Europeu de Investimento (BEI) para concretizar um plano de investimento mais ambicioso, num montante global de 110 M€. Não obstante do supra referido, e tendo em conta que não podemos afirmar com certeza que existe uma relação direta entre a crise da dívida soberana, as condições bancárias e o aumento da dívida obrigacionista, entrámos em contato com o gabinete de relação com o mercado da Sonae que, não sendo conclusivo, alertou para o facto de a Sonae necessitar de uma estrutura financeira flexível. Nesse sentido, recorrem a uma combinação entre bancos de relacionamento para compromisso de curto e médio prazo, a manutenção de programas de papel comercial que permitam desintermediar a dívida junto de investidores institucionais e, mediante a emissão de dívida de longo prazo, entenda-se títulos obrigacionistas, a diversificação das

fontes de financiamento, a manutenção de uma maturidade média da dívida adequada e, ao mesmo tempo, maximizar o retorno dos acionistas e otimizar o custo de financiamento. O valor das emissões obrigacionistas da Sonae representam 7% do valor total das emissões obrigacionistas da nossa amostra para o período compreendido entre 2009 e 2018.

Em Abril de 2019 a Sonae SGPS concretizou com sucesso uma nova emissão de um empréstimo obrigacionista no montante de 50 milhões de euros, por subscrição particular e sem garantias, pelo prazo final de sete anos e cupão de 0,686%. Segundo o comunicado da empresa o objetivo é “manter um perfil de maturidade da dívida confortável”, “explorar outras alternativas de financiamento”, “aumentar a diversificação dos bancos de relacionamento e obtém condições de financiamento mais favoráveis, reduzindo o custo médio de dívida com vista à prossecução dos seus objetivos estratégicos, nas melhores condições”

### Sonae Capital, S.G.P.S., S.A.



**Gráfico 18 – Sonae Capital – Passivo Financeiro I Passivo Total**

**Fonte:** Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C da Sonae Capital

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	8,0%	6,3%	7,4%	Empréstimos Bancários	36 019	335	15 506
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	80,1%	81,5%	80,6%	Ano	2013	2010	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	11,9%	12,2%	12,0%	Empréstimos Obrigacionistas	246 650	77 500	169 770
Passivo Financeiro I Passivo Total	73,7%	62,8%	69,3%	Ano	2010	2016	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	48,0%	55,2%	51,6%	Outros Empréstimos	35 412	15 751	25 274
EO SONAE CAPITAL I EO AMOSTRA TOTAL	0,8%	0,5%	0,7%	Ano	2009	2018	2009-2018

**Quadro 17 – Sonae Capital – Estatísticas Simples e Valores Absolutos**

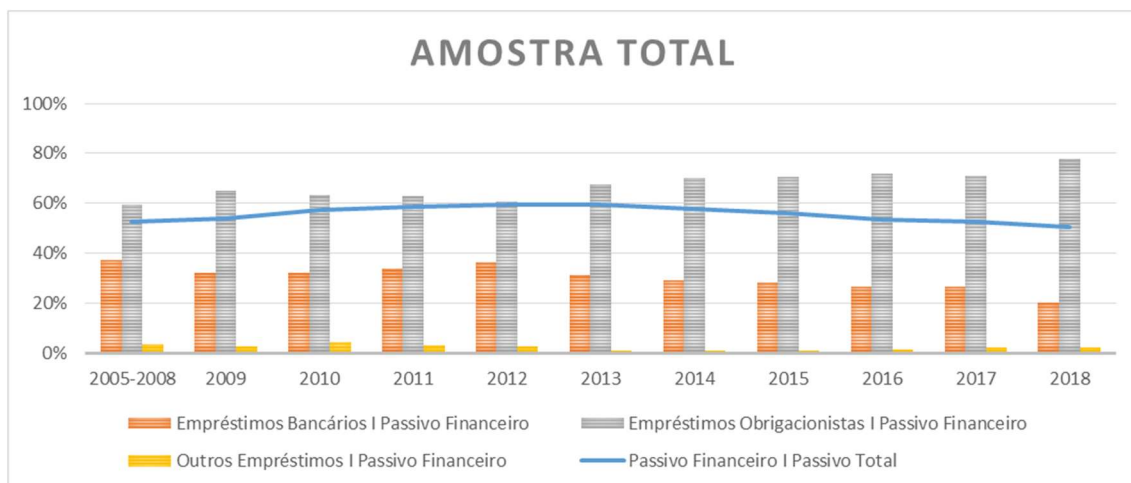
**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C da Sonae Capital

A Sonae Capital é uma *holding* organizada em torno de cinco áreas de negócio *core*: desenvolvimento e gestão de *resorts* turísticos, a gestão de hotéis, a gestão de *health clubs*, a prestação de serviços energéticos, a conceção, montagem e manutenção de instalações de frio comercial e industrial e a climatização. À semelhança da Sonae, é prática a emissão de obrigações como fonte de financiamento de 2009 em diante o que nos leva a concluir que, a partir desta data, provavelmente, encontravam melhores condições no mercado de capitais do que junto da banca. Entrámos em contacto com o gabinete de relação com o investidor da Sonae Capital e foi-nos transmitido que os empréstimos obrigacionistas destinam-se ao financiamento global das atividades da emitente, privilegiando a diversificação das fontes de financiamento e ajustamento do perfil de maturidade da dívida ao perfil de geração de *cash flow* e planos de investimento. Em média, para o nosso período amostral 81% do passivo financeiro da Sonae Capital corresponde a empréstimos obrigacionistas cujo pico foi em 2010 com 246M€. Seguindo a dívida financeira, à semelhança das restantes empresa da amostra, assiste-se a um declive negativo do passivo financeiro. O tipo de atividade e os projetos em que estas empresas estão envolvidas requerem, por norma, montantes bastantes avultados de capital. Considerando isto, as emissões obrigacionistas são ideais na medida em que permitem angariar uma quantidade bastante elevada de capital num espaço de tempo relativamente curto.

## **5.2. Análise da Amostra Total**

Tendo em conta os resultados verificados ao nível da análise histórica de *Case Study* Múltiplo de carácter descritivo e comparativo e da análise qualitativa importa agora confrontar as hipóteses de investigação previamente formuladas (de acordo com a revisão de literatura efetuada) com os resultados alcançados, tendo em vista avaliar a validação das mesmas, bem como relatar outros dados que aportem novo conhecimento à literatura abordada.

Nesta secção iremos analisar a composição do passivo financeiro da totalidade da amostra no horizonte temporal 2009 - 2018.



**Gráfico 19 – Amostra Total – Passivo Financeiro I Passivo Total**

Fonte: Gráfico elaborado pelo autor com base nos R&C das empresas da amostra

	Média Simples				Valores Absolutos (Milhares €)		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018		Máximo	Mínimo	Média
Empréstimos Bancários I Passivo Financeiro	33,3%	26,3%	30,2%	Empréstimos Bancários	16 792 794	6 135 762	11 173 191
Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro	63,8%	72,2%	67,5%	Ano	2012	2018	2009-2018
Outros Empréstimos I Passivo Financeiro	2,8%	1,6%	2,3%	Empréstimos Obrigacionistas	28 538 764	21 883 240	24 921 404
Passivo Financeiro I Passivo Total	57,8%	54,1%	56,1%	Ano	2011	2017	2009-2018
Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)	26,2%	33,0%	29,6%	Outros Empréstimos	1 750 543	356 316	847 072

**Quadro 18 – Amostra Total – Estatísticas Simples e Valores Absolutos**

Fonte: Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C das empresas da amostra

Empresas	Empréstimos Obrigacionistas I Passivo Financeiro			Autonomia Financeira (Capital Próprio I Ativo Total)			EO EMPRESA I EO AMOSTRA TOTAL		
	2009-2013	2014-2018	2009-2018	2009-2013	2014-2018	2009-2018	2009-2013	2014-2018	2009-2018
ALTRI SGPS	73,6%	77,8%	75,5%	12,7%	28,6%	20,7%	2,3%	2,4%	2,4%
CORTICEIRA AMORIM	39,0%	18,0%	29,8%	47,2%	53,5%	50,3%	0,2%	0,1%	0,1%
CTT CORREIOS PORT	0,0%	0,0%	0,0%	23,3%	16,2%	19,7%	0,0%	0,0%	0,0%
EDP	60,0%	75,8%	67,8%	26,6%	30,1%	28,4%	41,3%	57,9%	49,0%
GALP ENERGIA-NOM	48,1%	76,7%	62,5%	37,1%	49,0%	43,1%	5,9%	10,9%	8,2%
IBERSOL,SGPS	8,6%	60,4%	42,3%	49,4%	47,8%	48,6%	0,0%	0,3%	0,1%
J.MARTINS,SGPS	74,0%	26,3%	53,8%	30,0%	31,6%	30,8%	2,2%	0,7%	1,5%
MOTA ENGIL	39,4%	35,0%	36,7%	13,2%	12,8%	13,0%	1,8%	2,8%	2,3%
NOS, SGPS	71,9%	76,6%	74,3%	18,2%	36,2%	27,2%	3,0%	3,8%	3,4%
PHAROL	72,6%	0,0%	72,6%	18,5%	0,0%	18,5%	24,5%	0,0%	13,1%
RAMADA	18,6%	26,4%	22,5%	28,3%	40,6%	34,4%	0,1%	0,1%	0,1%
REN	68,3%	71,5%	69,9%	22,5%	25,7%	24,1%	6,3%	8,1%	7,1%
SEMAPA	66,9%	75,8%	71,7%	32,2%	30,0%	31,1%	4,2%	6,3%	5,2%
SONAE	79,9%	79,9%	79,9%	27,3%	37,1%	32,2%	7,6%	5,9%	6,8%
SONAE CAPITAL	80,1%	81,5%	80,6%	48,0%	55,2%	51,6%	0,8%	0,5%	0,7%

**Quadro 19 – Amostra Total - Estatísticas Simples**

Fonte: Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C das empresas da amostra

A 31-12-2018, os 15 Grupos Económicos do PSI-20, que compõe a nossa amostra, tinham 109<sup>5</sup> emissões obrigacionistas em “aberto”, pertencentes a 28 entidades emitentes (subsidiárias), das quais 38 emissões (35%) revestiam a forma de “*Private Placements*”, ou seja, colocações particulares ou bilaterais, para as quais as organizações não estão obrigadas a divulgar algumas características das emissões (exemplo: cupão), enquanto 71 emissões (65%) obrigacionistas eram “públicas”.

Das 71 emissões obrigacionistas “públicas”, 7 foram efetuadas no mercado doméstico do Brasil por 4 entidades emitentes pertencentes ao Grupo EDP e, dadas as especificidades destas emissões e a possibilidade de enviesarem as observações seguintes, considerou-se mais adequado tomar por referência apenas 64 emissões “públicas”.

Reforçamos a ideia de que algumas empresas financiam-se, indiretamente, através de sociedades “veículo” não cotadas no índice PSI-20 (exemplo: EDP Finance BV - empresa do Grupo EDP sediada na Holanda). Opostamente temos, por exemplo, os CTT que nunca recorreram a este tipo de financiamento.

Analisando a base de dados Bloomberg e tomando por referência as 64 emissões “públicas”, levadas a cabo pelas empresas da amostra, torna-se possível constatar que uma emissão obrigacionista “padrão” apresenta as seguintes características:

- Maturidade média de 8 anos
- Taxa de Cupão médio: 2,833%
- Valor de emissão médio: 270 milhões de euros
- 37 Emissões com Cupão Fixo, 27 Cupão Variável
- 20 Entidades emitentes (Pertencentes a 10 Grupos Económicos)
- 2018 (11), 2017 (9), 2016 (14), 2015 (9), 2014 (12), 2013 (4), 2012 (1), 2009 (2), 2008(1), 2005 (1)

### **5.3. Análise de Resultados e Discussão**

Tendo em conta os resultados verificados ao nível da análise quantitativa e análise qualitativa importa agora confrontar as hipóteses de investigação previamente formuladas

---

<sup>5</sup> Existem 24 emissões (7 Públicas e 17 Privadas) efetuadas no mercado doméstico do Brasil por oito emitentes pertencentes ao Grupo EDP no montante de 1.106 mil milhões de euros. Com maturidade média de 6 anos, valor médio de emissão 46 milhões de euros e cupão diretamente indexado ao Certificado de Depósito Interbancário e à Taxa de Inflação. 2018 (8), 2017 (7), 2016 (4), 2015 (2), 2014 (2), 2013 (1).

– de acordo com a revisão de literatura efetuada e com os resultados alcançados – com o intuito de verificar a sua aceitação ou rejeição, bem como relatar outros dados que aportem novo conhecimento à literatura abordada.

- **Hipótese n.º 1: No caso das empresas do PSI-20 a principal forma de financiamento externa é a emissão de obrigações.**

Como nos é possível verificar, os empréstimos obrigacionistas parecem assumir um lugar de destaque enquanto forma de financiamento das empresas do PSI-20.

O PSI-20, enquanto amostra da realidade das grandes empresas, mostra que as conclusões do Inquérito à Conjuntura do Investimento (INE) não se aplicam à realidade vivida por estas empresas. O financiamento bancário está longe de ser o mais relevante para as empresas do PSI-20 representando, em média, 30% do seu passivo financeiro face a uns expressivos 68% do financiamento obrigacionista.

Mesmo considerando o período entre 2011 e 2013, anos que os empréstimos obrigacionistas representam mínimos relativos com valores médios de 64% do passivo financeiro, foi também no período entre 2011 e 2013 que foi atingido um máximo histórico em termos absolutos, tendo as empresas da amostra registado nos seus balanços cerca de 28 mil milhões de euros em obrigações (e papel comercial). Esta situação só foi possível uma vez que a desalavancagem generalizada das empresas da amostra foi levada a cabo pelo lado dos empréstimos bancários.

Vejamos que em 2018 temos 23,8 mil milhões em obrigações<sup>6</sup> (78% do passivo financeiro) e 6 mil milhões em empréstimos bancários (20% do passivo financeiro) face a 2009 com 24 mil milhões em obrigações (65% do passivo financeiro) e 12 mil milhões em empréstimos bancários (32% do passivo financeiro), ou seja, em 10 anos a dívida bancária caiu para metade.

Dos 15 Grupos Económicos estudados, 10 apresentam um peso dos empréstimos obrigacionistas, face ao passivo financeiro ou face aos empréstimos bancários, superior a 50%. A rubrica outros empréstimos, tal como temos vindo a verificar até aqui, é praticamente inexpressiva.

---

<sup>6</sup> De realçar, novamente, que a Pharol em 2014, em virtude do processo de fusão com a brasileira Oi, descontinuou 6 mil milhões em obrigações.

Concluimos assim que o financiamento obrigacionista é a fonte de capital alheio mais importante para as empresas do PSI-20. Os bancos deixam de disponibilizar capital, diretamente, e passam a prestar serviços no acesso a este.

- **Hipótese n.º 2: Os principais determinantes de emissão de empréstimos obrigacionistas por parte das empresas do PSI-20 são: a obtenção de economias de escala de financiamento, as condições potencialmente mais favoráveis face a alternativas, a possibilidade de personalização do empréstimo, a diversificação das fontes de financiamento e a notoriedade e reputação adicionais obtidas.**

Neste sentido como demonstrado ao longo da análise de específica de cada uma das empresas que compõe a amostra, dada a heterogeneidade de setores de atividade, foi possível apurar os determinantes que cada uma das empresas “privilegia” para levar a cabo emissões obrigacionistas em detrimento de financiamentos bancários:

Empresas	Reduzida Dependência de Capitais Alheios	Necessidade Avultada Capital (Economias Escala)	Possibilidade de Personalização (Estruturação de Dívida)	Notoriedade / Viabilidade / Reputação	Diversificação Fontes Financiamento > Abrangência de Investidores	Otimização Estrutura Capital / Maturidades Longas / Custos Menores
ALTRI SGPS			OK	OK	OK	
CORTICEIRA AMORIM	OK					
CTT CORREIOS PORT	OK					
EDP		OK	OK			OK
GALP ENERGIA-NOM		OK	OK			OK
IBERSOL SGPS				OK	OK	OK
J.MARTINS SGPS			OK		OK	OK
MOTA ENGIL			OK		OK	OK
NOS, SGPS			OK		OK	OK
PHAROL		OK	OK			OK
RAMADA	OK					
REN		OK	OK			OK
SEMAPA			OK		OK	OK
SONAE			OK		OK	OK
SONAE CAPITAL			OK		OK	OK
<b>Resultados:</b>	<b>20%</b>	<b>33%</b>	<b>92%</b>	<b>17%</b>	<b>67%</b>	<b>92%</b>

**Quadro 20 – Análise Síntese das entrevistas exploratórias no que concerne às determinantes das emissões obrigacionistas**

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base na Análise das Entrevistas Exploratórias

A possibilidade de personalização e estruturação da dívida de forma a haver um *match* com as necessidades específicas da empresa e do setor de atividade foi uma das determinantes mais enfatizadas (92%) pois possibilita a escolha, nomeadamente, de prazos e maturidades, relevante para empresas com atividades cíclicas ou sazonais, assim como, a emissão por exemplo em moeda estrangeira ou a inclusão (ou não) de cláusulas de salvaguarda.

A otimização da estrutura de capital, nomeadamente, no que refere a maturidades mais longas e custos inferiores (para essas maturidades) é uma determinante notável (92%).

A diversificação das fontes financiamento, quer pela abrangência de um maior número de investidores quer pela redução da exposição ao risco (risco partilhado) é também uma determinante significativa (67%) mencionada pelas empresas da amostra.

A possibilidade de obter financiamentos tendencialmente de montantes superiores e, consequentemente, economias de escala de financiamento foi também uma das determinantes mencionada (33%) pelas empresas de maior dimensão do PSI-20: a EDP, a GALP e a REN.

O aumento da notoriedade, visibilidade e reputação corporativa foi ainda uma das razões mencionadas pelas empresas menos maduras (17%) neste grupo restrito que é o PSI-20.

Estes resultados vêm corroborar a perspetiva de vários autores aflorados na revisão de literatura tais como: Cruz et al. (1996), Edwards e Piwowar (2007), Santos e Winton (2008), Mizen, Tsoukalas e Tsoukas (2009), Kwan e Carleton (2010), Bastardo (2011), Lagoa e Leão (2011) e Pinto e Santos (2019).

- **Hipótese n.º 3: Determinadas características das empresas como a dimensão, os resultados, a tangibilidade dos seus ativos, as oportunidades de crescimento, o risco de negócio e a antiguidade estão diretamente relacionadas com o valor dos seus empréstimos obrigacionistas.**

Com base nas empresas que compõem a nossa amostra e para o horizonte temporal de 2009 a 2018 tentamos apurar, através de uma análise de correlação simples, quais as variáveis de que as empresas da amostra “beneficiam” para levar a cabo emissões obrigacionistas em detrimento de financiamentos bancários:

	Dimensão	Tangibilidade	Resultados	O. Crescim	Risco	Antiguidade	E. Obrigac
Dimensão	1						
Tangibilidade	0,943	1					
Resultados	-0,144	-0,065	1				
O. Crescimento	-0,282	-0,124	0,780	1			
Risco	-0,343	-0,171	-0,425	-0,205	1		
Antiguidade	-0,073	-0,006	0,179	0,379	0,049	1	
E. Obrigacionis	<b>0,982</b>	<b>0,892</b>	<b>-0,169</b>	<b>-0,333</b>	<b>-0,391</b>	<b>-0,162</b>	<b>1</b>

**Quadro 21 – Coeficientes de Correlação de Pearson<sup>7</sup> (para níveis de significância de 10%)**

**Fonte:** Quadro elaborado pelo autor com base nos R&C das empresas da amostra

A partir das variáveis identificadas e dos indicadores calculados, apesar de se incluir na amostra empresas de diferentes sectores de atividade o que poderá dificultar a homogeneidade dos resultados, tentamos perceber qual a correlação existente entre os resultados alcançados e o peso dos empréstimos obrigacionistas na estrutura de capital das empresas da amostra para o período 2009-2018.

No que respeita às variáveis dimensão e proporção de ativos tangíveis, admite-se uma forte correlação positiva (0,982 e 0,892 respetivamente) com o valor dos empréstimos obrigacionistas. Os resultados sugerem que as empresas da amostra com maior dimensão e volume de ativos tangíveis tem na sua estrutura de capital uma maior predominância de empréstimos obrigacionistas. Estas conclusões vêm corroborar a perspetiva de vários autores aflorados na revisão de literatura tais como Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Mao (2003), Flannery e Rangan (2006) Antoniou, Guney, Paudyal (2008), Frank e Goyal (2009), Mizen, Tsoukalas e Tsoukas (2009), Zurigat (2009), Akdal (2011), Couto e Ferreira (2010) e Acedo-Ramírez e Ruiz-Cabestre (2014).

No que respeita à variável resultados, os resultados evidenciam uma correlação fraca negativa (-0,169) com valor dos empréstimos obrigacionistas. Apesar da correlação fraca, o sinal negativo parece sugerir que as empresas da amostra mais lucrativas apresentam um menor valor de empréstimos obrigacionistas uma vez que com maiores resultados, terão “*cash-flow*” disponível para fazer face a investimentos. Esta conclusão vêm

<sup>7</sup> Seguindo a evidência empírica dos autores mencionados nas determinantes da estrutura de capital, para a elaboração de uma análise de correlação simples, utilizamos como variável dependente o valor médio dos empréstimos obrigacionistas. Relativamente às variáveis independentes, utilizamos como indicador o valor médio do ativo total líquido para analisar a variável dimensão e o valor médio do ativo fixo tangível para analisar a variável tangibilidade. Para as variáveis resultados, oportunidades de crescimento e risco utilizamos como indicadores a variação anual do resultado antes de juros e impostos (EBIT), a variação anual do volume de negócios e a variação anual do *Return On Equity* (ROE). Relativamente à variável antiguidade, utilizamos o número de anos de cada uma das empresas.

corroborar a perspectiva de vários autores afluídos na revisão de literatura, a propósito da teoria *pecking order*, tais como: Myers e Majluf (1984), Rajan e Zingales (1995) Antoniou, Guney e Paudyal (2008) e Couto e Ferreira (2010).

No que respeita à variável oportunidades de crescimento, os resultados evidenciam uma correlação fraca negativa (-0,333) com o valor dos empréstimos obrigacionistas, ou seja, os resultados parecem sugerir que as empresas da amostra que registaram maiores taxa de crescimento, no período da amostra, são as que tem menor valor de empréstimos obrigacionistas conforme afluído na literatura por Titman e Wessels (1988), Mao (2003), Flannery e Rangan (2006), Antoniou, Guney e Paudyal (2008) e Zurigat (2009).

No que respeita à variável risco de negócio os resultados evidenciam, como seria expectável, uma correlação fraca negativa (-0.391), ou seja, as empresas da amostra que apresentam um menor risco de negócios são as que, conseqüentemente, apresentam maiores valores dos empréstimos obrigacionistas em linha com o defendido por Ferri e Jones (1979), Frank e Goyal (2009) e Acedo-Ramírez e Cabestre (2014).

Relativamente à variável antiguidade, apesar de ser aceite que quanto maior for antiguidade da empresa maior a sua credibilidade junto do mercado de capitais, os resultados, através uma correção fraca negativa (-0,162), parecem sugerir que as empresas mais antigas da nossa amostra têm um menor valor de empréstimos obrigacionistas conforme mencionado na revisão da literatura por Myers (1977), Weston e Brigham (1981), Petersen e Rajan (1994), Mira e Garcia (2003) e Bhaird e Lucey (2010).

## Conclusão

Como sabemos, a questão de investigação desta dissertação é compreender o papel, enquanto forma de financiamento, da emissão de títulos obrigacionistas pelas empresas do PSI-20. Esta questão foi colocada em contraponto com o papel do financiamento bancário.

Concluímos assim que, relativamente às empresas do PSI-20 e em linha com o estudo desenvolvido por Valeiro (2016), o financiamento obrigacionista é a principal forma de financiamento externo. Estas conclusões contrariam o evidenciado pelo inquérito de conjuntura ao investimento do INE que, anualmente, procura analisar as fontes de capital, das empresas nacionais, para o investimento. Este estudo afirma que a principal forma de financiamento do investimento é o auto financiamento, seguido pelo crédito bancário. O financiamento por meio de obrigações/ações (que neste estudo assumem uma única rubrica) é praticamente inexpressivo. Com estas conclusões díspares, não estamos a afirmar que as observações registadas pelo INE estão erradas, apenas a realidade do tecido empresarial português (maioritariamente composto por PME's) é substancialmente distinta da realidade da amostra utilizada.

Historicamente observamos que há empresas que, dada a sua reduzida dependência de capitais alheios, ou nunca procederam à emissão de obrigações como forma de financiamento, é o caso dos CTT, ou então, simplesmente, não têm emissões em “aberto” a 31 de Dezembro de 2018, como é o caso da Corticeira Amorim e da Ramada. Outras empresas, pelo contrário, dadas as suas elevadas necessidades de capitais e a possibilidade de obter economias de escala de financiamento, utilizam as obrigações como principal alternativa ao financiamento bancário, é o exemplo da EDP, da REN e da Galp. Nas demais empresas da amostra, podemos apontar a variável “acelerador da estratégia da empresa” como fator determinante na escolha deste tipo de financiamento. Estas empresas apontaram, genericamente, como fatores preponderantes na escolha do financiamento obrigacionista: i) a possibilidade de personalização contratual e estruturação de dívida de acordo com as necessidades de tesouraria; ii) a diversificação das fontes de financiamento através do acesso a um leque mais vasto de investidores, iii) a otimização da estrutura de capital, nomeadamente, através do alongamento da maturidade da dívida e custos financeiros mais baixos.

Adicionalmente, os resultados alcançados para as empresas da amostra, através de uma análise de correlação simples, sugerem uma correlação forte positiva entre as variáveis dimensão, tangibilidade e o valor dos empréstimos obrigacionistas. No que diz respeito às variáveis resultados, oportunidades de crescimento, risco de negócio e antiguidade os resultados parecem sugerir uma correção fraca negativa com o valor de emissões obrigacionistas para as empresas da amostra no período 2009-2018.

Por último, tendo em conta que cada emissão obrigacionista no mercado carece de um conjunto de serviços associados, foi-nos possível concluir que, relativamente às empresas do PSI-20, os bancos mudam a sua postura na disponibilização de capital, como aconteceu no passado, e passam a são vistos como prestadores de serviços no processo de acesso ao mercado de capitais e emissão de títulos. Apesar da situação descrita já ser prática diária do mercado bancário, corroboramos essa evidência com peso e importância dos empréstimos obrigacionista (e emissões de papel comercial) emitido sob a forma de “emissão pública”.

Salientamos que, como já referimos, estas conclusões apenas são verdadeiras se estivermos a falar das empresas do PSI-20. Seria interessante que, para trabalhos futuros, esta mesma análise fosse aplicada às restantes grandes e médias empresas. Deste modo seria possível medir se as conclusões se aproximam mais das obtidas nesta dissertação ou ao inquérito de conjuntura ao investimento do INE, isto não ignorando que a grande maioria do tecido empresarial português são pequenas e micro empresas.

Refira-se também que existem características próprias de cada empresa da amostra que, embora não incluídas neste estudo, determinam a opção por financiamento por obrigações. Entre essas características serão de destacar fatores comportamentais específicos dos gestores, o grau de desenvolvimento tecnológico da empresa e condições de acesso e desenvolvimento do mercado de capitais português e outros aspetos inerentes à envolvente económica e institucional do mercado de capitais português não abrangido pelo estudo.

Por último, apesar das empresas do PSI-20 terem gabinetes de relacionamento com o mercado e/ou investidor, infelizmente, nem sempre foi possível obter o melhor *feedback* de todas as empresas e, nos casos em que o foi, a disponibilidade temporal e informacional é sempre um fator limitativo uma vez que estamos a falar de empresas com títulos admitidos à negociação em bolsa.

## **Bibliografia**

- Acedo-Ramírez, M. A., & Ruiz-Cabestre, F. J. (2014). Determinants of capital structure: United Kingdom versus Continental European countries. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(3), 237-270.
- Akdal, S. (2011). How do firm characteristics affect capital structure? *Some UK Evidence (March 3, 2011)*.
- Altunbaş, Y., Kara, A., & Marqués-Ibáñez, D. (2010). Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds. *The European Journal of Finance*, 16(5), 437-458.
- Ang, J. S. (1991). Small business uniqueness and the theory of financial management. *Journal of small business finance*, 1 (1), 1-13.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43 (1), 59-92.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57 (1), 1-32.
- Baskin, J. (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial management*, 18 (1) 26-35.
- Bastardo, C., (2011), *Gestão de Activos Financeiros, Back to Basis*, Lisboa, Escolar Editora
- Bolton, P., & Freixas, X. (2000). Equity, bonds, and bank debt: Capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information. *Journal of Political Economy*, 108 (2), 324-351
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39 (3), 857-878.
- Brealey, M. A., & Myers, S. C. (1999). *Financial Theory and Corporate Policy*
- Caldas, J. C. (2013). O Impacto das Medidas Anti-crise e a Situação Social e de Emprego Portugal. *Comité Económico e Social Europeu*.

Couto, G., & Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 9 (1-2), 26-38.

Creswell, J. W. (2007). Five qualitative approaches to inquiry. *Qualitative inquiry and research design: Choosing among five approaches*, 2, 53-80.

Cruz, R., Nascimento, Á., e Alves, C. (1996). Instituições e Mercados Financeiros. *Porto: Universidade Católica do Porto*.

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8 (1), 3-29.

Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of political Economy*, 97 (4), 828-862.

Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of political Economy*, 99 (4), 689-721.

Durand, D. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. *The American Economic Review*, 49 (4), 639-655.

Edwards, A. K., Harris, L. E., & Piwowar, M. S. (2007). Corporate bond market transaction costs and transparency. *The Journal of Finance*, 62 (3), 1421-1451.

Fama, E. F. (1985). What's different about banks? *Journal of monetary economics*, 15 (1), 29-39.

Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of financial economics*, 79 (3), 469-506.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Corporate leverage: How much do managers really matter? Available at SSRN 971082.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial management*, 38 (1), 1-37.

Grinblatt, M., & Titman, S. (2005). *Mercados Financeiros & Estratégias Corporativas*. Bookman.

Haguette, T. (1987). *Pesquisa em Ciências Humanas e Sociais*. São Paulo.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46 (1), 297-355.

- Hart, O., Aghion, P., & Moore, J. (1995). Insolvency reform in the UK: a revised proposal. *Insolvency law and practice*, 11.
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1997). Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. *The Quarterly Journal of economics*, 112 (3), 663-691.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure En: *Journal of Finance Economics*, 3.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76 (2), 323-329.
- Kwan, S. H., & Carleton, W. T. (2010). Financial contracting and the choice between private placement and publicly offered bonds. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42 (5), 907-929.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28 (4), 911-922.
- Leão, E. R., Leão, P. R. e Lagoa, S. C. – Política Monetária e Mercados Financeiros, Edições Sílabo (2011).
- Lobera, A. B., Barceló, A. L., & Rojas, F. (2019). Bancos versus mercados de capitales: cuestionando el paradigma Europa-Estados Unidos. *Cuadernos de Información económica*, (271), 19-26.
- Mac an Bhaird, C., & Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small business economics*, 35 (3), 357-375.
- Mao, C. X. (2003). Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Financial and quantitative Analysis*, 38 (2), 399-423.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of financial economics*, 39 (1), 131-157.
- Mizen, P., Tsoukalas, J. D., & Tsoukas, S. (2009). How Does Reputation Influence a Firm's Decision to Issue Corporate Bonds? *New Evidence from Initial and Seasoned Public Debt Offerings (January 16, 2009)*.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of finance. *American Economic Review*, 48 (3), 291-297.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53 (3), 433-443.
- Morellec, E., Valta, P., & Zhdanov, A. (2015). Financing investment: The choice between bonds and bank loans. *Management Science*, 61 (11), 2580-2602.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5 (2), 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* (No. w1396). National Bureau of Economic Research.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The journal of finance*, 49 (1), 3-37.
- Pina, J. C. S. (2019). *Equity Research-Corticeira Amorim, SGPS, SA: green bonds–sustainable finance, but not for all* (Doctoral dissertation, Instituto Superior de Economia e Gestão).
- Pinto, J. M., & Santos, M. C. (2019). The choice between corporate and structured financing: evidence from new corporate borrowings. *The European Journal of Finance*, 1-30.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of finance*, 47 (4), 1367-1400.
- Santos, J. A., & Winton, A. (2008). Bank loans, bonds, and information monopolies across the business cycle. *The Journal of Finance*, 63 (3), 1315-1359.
- Stulz, R. (1990), “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, Vol.26, pp. 3–27.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43 (1), 1-19.
- Valeiro, J. C. P. (2016). *O papel da dívida obrigacionista nas grandes empresas em Portugal* (Master dissertation, ISCTE).

Vieira, C. M. B. (2013). *Financiamento das Empresas Portuguesas* (Dissertação Master in Finance. Universidade de Porto FEP-Economia e Gestão. BARDIN, L. Análise de Conteúdo. Lisboa, Portugal).

Weston, F. J., & Brigham, E. F. (1981). *Managerial Finance*, 7th-edition.

Zurigat, Z. (2009). *Pecking order theory, trade-off theory and determinants of capital structure: empirical evidence from Jordan* (Doctoral dissertation, Heriot-Watt University).

## Webgrafia

<https://aepsa.pt/pt/media-center/noticias/obrigacoes-verdes-um-instrumento-para-financiar-a-descarbonizacao> Acedido em 31 de Maio, 2020

<http://www.altri.pt/pt/investors> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.amorim.com/investidores/relatorio-e-contas/> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.bloomberg.com/quote/PSI20:IND> Acedido em 31 de Março, 2020

<https://bpstat.bportugal.pt/dados/explorer> Acedido em 31 de Março, 2020

[https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio\\_valores\\_mobiliarios/Pages/rel\\_vm\\_2018.aspx?shpage=relatorio\\_valores\\_mobiliarios](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio_valores_mobiliarios/Pages/rel_vm_2018.aspx?shpage=relatorio_valores_mobiliarios) Acedido em 31 de Março, 2020

<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Obrigacoes.pdf> Acedido em 31 de Março, 2020

<https://www.ctt.pt/grupo-ctt/investidores/> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.edp.com/pt-pt/investidores> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.galp.com/corp/pt/investidores> Acedido em 31 de Maio, 2020

<http://www.ibersol.pt/investidores/relatorios/relatorio-e-contas/> Acedido em 31 de Maio, 2020

[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_publicacoes&PUBLICACOE\\_Spub\\_boui=418670737&PUBLICACOESmodo=2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOE_Spub_boui=418670737&PUBLICACOESmodo=2) Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/jeronimo-martins-em-numeros/> Acedido em 31 de Maio, 2020

<http://www.mota-engil.com/investidores/informacoes-financeiras/> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/Paginas/investidores.aspx> Acedido em 31 de Maio, 2020

<http://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Portugal.htm> Acedido em 30 de Junho, 2020

<http://pharol.pt/pt-pt/informacao-financeira/relatorios/Paginas/2019.aspx> Acedido em 31 de Maio, 2020

[http://www.ramadainvestimentos.pt/pt/investidores/relatorios\\_1/2019\\_1\\_1.html](http://www.ramadainvestimentos.pt/pt/investidores/relatorios_1/2019_1_1.html)  
Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.ren.pt/pt-PT/investidores> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.semapa.pt/index.php/pt-pt/investidores> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://sonae.pt/pt/investidores/> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://www.sonaecapital.pt/pt/investidores/informacao-financeira> Acedido em 31 de Maio, 2020

<https://webinq.ine.pt/public/pages/queryinfo?id=ICI> Acedido em 31 de Março, 2020