

INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M

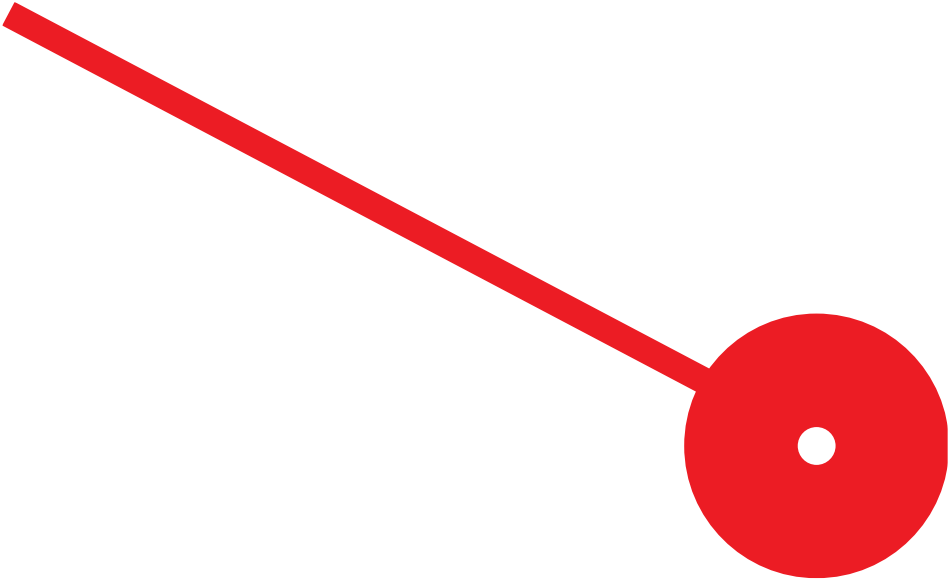
MESTRADO
FINANÇAS EMPRESARIAIS

Mitigação do Risco Cambial: estratégias adotadas pelas Empresas do *Portuguese Stock Index (PSI)*

Renato Silva Guedes

(esta versão inclui as críticas e sugestões do júri)

10/2025



INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M

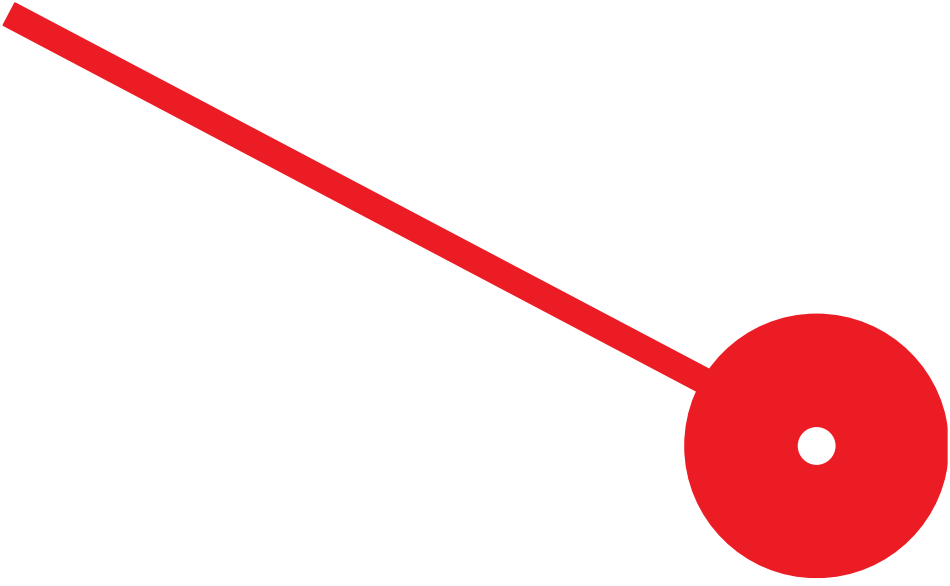
MESTRADO
FINANÇAS EMPRESARIAIS

Mitigação do Risco Cambial: estratégias adotadas pelas Empresas do *Portuguese Stock Index* (PSI)

Renato Silva Guedes

(esta versão inclui as críticas e sugestões do júri)

Dissertação de Mestrado apresentado 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 Mendes Jorge Nogueira da Silva



Agradecimentos

A concretização desta dissertação de mestrado representa o culminar de um percurso académico e pessoal que não teria sido possível sem o apoio inestimável de muitas pessoas. A todas elas, o meu profundo e sincero agradecimento.

Em primeiro lugar, expresso a minha gratidão incondicional à minha família, pilar fundamental da minha vida. Aos meus pais, pelo apoio inabalável, pela confiança, pelo incentivo constante e por todos os sacrifícios que tornaram possível esta jornada. Ao meu irmão e cunhada, bem como sobrinhos, pelo apoio e motivação.

À minha namorada, o meu amor e reconhecimento especial. Pela paciência, pela compreensão, pelo carinho e por ser o meu porto seguro e a minha motivação nos momentos mais desafiantes.

Aos meus amigos, que ao longo destes anos souberam ser a distração necessária, o ombro amigo e a força motivadora. Por cada momento de descontração e por lembrarem-me sempre da importância de equilibrar a vida académica com a pessoal.

Um agradecimento especial aos meus colegas de curso e de investigação. Pelas discussões produtivas, pela partilha de conhecimentos e pela camaradagem que tornou o ambiente de estudo mais rico e suportável.

Aos professores do ISCAP, pelo rigor, pela partilha de sabedoria e pela formação académica de excelência que me proporcionaram.

Por fim, e de forma central, o meu profundo reconhecimento ao meu orientador, o Professor Doutor Armando Silva, pela sua orientação sábia, pela disponibilidade incansável, pelas críticas construtivas e pela forma como me desafiou e acreditou. A sua confiança e o seu apoio foram cruciais para a conclusão deste trabalho.

A todos, muito obrigado.

Resumo:

O risco é uma realidade inerente à atividade de todas as empresas. O risco financeiro é um conceito que engloba vários tipos, um deles sendo o risco de Mercado que inclui, dentro do seu desdobramento, o Risco de Câmbio, sobre o qual incidirá o desenvolvimento deste trabalho.

Num ambiente empresarial em constante globalização e com a cada vez mais rápida possibilidade de importar e exportar, considera-se importante a gestão de transações em moedas diferentes da doméstica, bem como estudar o impacto que a volatilidade nas taxas cambiais pode ter nos resultados e estratégias das empresas. Considerando que estas alterações podem ter um impacto significativo no valor das empresas, o presente trabalho pretende investigar, demonstrar e comparar de que forma as empresas cotadas no *Portuguese Stock Index (PSI)* gerem este risco.

Palavras chave: Mitigação; Risco Cambial; Resultados; Empresa

Abstract:

Risk is an inherent reality in all companies' activities. Financial risk is a concept that contains various types, one of which is Market Risk, which includes, within its breakdown, Exchange Rate Risk (or Currency Risk), which will be the focus of this work.

In a constantly globalizing business environment, with the increasingly possibility of importing and exporting, managing transactions in currencies other than the domestic one is considered important, as is studying the impact that volatility in exchange rates can have on companies' results and strategies. Considering that these changes can have a significant impact on the value of companies, the present work aims to investigate, demonstrate, and capare how companies listed on the Portuguese Stock Index (PSI) manage this risk.

Key words: Mitigation; Exchange Rate Risk; Results; Company

Índice geral

Capítulo I- Introdução	1
Capítulo II – Revisão de Literatura	3
2.1 Risco e a Gestão do risco.....	3
2.2 Risco Cambial	5
2.3 IFRS 9 e Gestão do Risco Cambial na Contabilidade de Cobertura	10
Capítulo III – Metodologia	12
3.1 Metodologia.....	12
3.2 O Índice PSI: Definição, Relevância e Desafios de Identificação.....	13
Capítulo IV – Resultados	14
4 Análise dos Relatórios Anuais de 2024	14
4.1 EDP e EDP Renováveis	14
4.2 Jerónimo Martins.....	15
4.3 Galp Energia.....	16
4.4 Banco Comercial Português (BCP).....	16
4.5 Sonae	17
4.6 The Navigator Company	19
4.7 Altri	20
4.8 Corticeira Amorim	21
4.10 CTT	22
4.11 Ibersol.....	22
4.12 Semapa	22
4.13 NOS.....	23
4.14 REN.....	23
4.15 Quadros Resumo	24
4.15.1 Quadro resumo por Empresa	24
4.15.2 Quadro resumo por Estratégia	25

Capítulo V – Conclusão.....	27
Referências bibliográficas.....	29
Webgrafia.....	32

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Lista de empresas do PSI.....	14
Tabela 2 - Quadro resumo por empresa.....	25
Tabela 3 - Quadro resumo por estratégia.....	25

Lista de abreviaturas

AOA - Kwanza Angolano

BRL - Real Brasileiro

CHF - Franco Suíço

COP - Peso Colombiano

EUR - Euro

GBP - Libra Esterlina

IAS - *International Accounting Standard*

IASB - *International Accounting Standards Board*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

JPY - Iene Japonês

MWK - Kwacha Maliano

MXN - Peso Mexicano

NGN - Naira Nigeriano

NOK - Coroa Norueguesa

PEN - Sol Peruano

PLN - Zloty Polaco

PSI - Portuguese Stock Index

SEK - Coroa Sueca

USD - Dólar Americano

CAPÍTULO I- INTRODUÇÃO

No complexo e interligado ecossistema financeiro global, a gestão de risco é a pedra angular da sustentabilidade e competitividade empresarial. Dentre os múltiplos riscos a que as empresas estão expostas, o risco cambial emerge como um dos mais imprevisíveis e potencialmente prejudiciais, afetando diretamente a rentabilidade e o valor de mercado. Em Portugal, as empresas que compõem o *Portuguese Stock Index* (PSI) — o principal índice bolsista nacional — encontram-se particularmente vulneráveis a estas flutuações. A natureza exportadora e a diversificação geográfica dos seus negócios, com operações e mercados que vão do Brasil à Polónia, passando pelos Estados Unidos e Angola, expõem-nas de forma crítica à volatilidade de moedas como o dólar americano, o real brasileiro, o zloty polaco ou o kwanza angolano. As oscilações desfavoráveis nas taxas de câmbio podem anular ganhos operacionais, distorcer a perceção de desempenho financeiro e, em última análise, comprometer o planeamento estratégico de longo prazo.

Este trabalho de investigação tem como propósito primordial analisar a importância da mitigação do risco cambial e a eficácia dos mecanismos de cobertura no contexto específico das empresas do PSI. O argumento central que sustenta este estudo é que a implementação de uma estratégia de cobertura de risco cambial robusta e proativa é um fator crítico para a resiliência financeira e a criação de valor para os acionistas das empresas cotadas em Portugal.

A relevância deste estudo reside na importância que a gestão do risco, mais precisamente o risco cambial, tem num contexto empresarial específico e altamente relevante: o das maiores empresas portuguesas. O PSI, com a sua representatividade nos setores energético, industrial e de consumo, serve como uma demonstração da exposição da economia portuguesa ao comércio internacional. Compreender como estas empresas gerem o risco cambial não é apenas uma questão de interesse académico, mas também uma ferramenta valiosa para investidores, analistas e gestores que procuram avaliar a solidez e a previsibilidade dos resultados empresariais.

Para alcançar o objetivo, iniciaremos a investigação com uma revisão da literatura sobre risco cambial, definindo as suas várias dimensões (risco de transação, risco de translação e risco económico) e explorando os modelos teóricos de gestão de risco.

Posteriormente, analisaremos os instrumentos financeiros derivados mais utilizados para a gestão cambial, como os contratos *forward*, contratos de *swap* cambial e opções de câmbio.

Finalmente, a parte empírica do trabalho incidirá na análise de relatórios anuais e demonstrações financeiras das empresas do PSI para identificar as estratégias de cobertura divulgadas e a importância que lhes é atribuída pelas empresas.

Em suma, este trabalho visa demonstrar que uma gestão de risco cambial eficaz transcende a simples proteção contra perdas, posicionando-se como um elemento-chave na otimização do desempenho financeiro, na estabilidade operacional e na capacidade de atrair e reter o investimento no mercado de capitais português.

2.1 Risco e a Gestão do risco

O conceito de risco é definido como a possibilidade de ocorrência de um acontecimento futuro incerto. Quando falamos de risco nas Finanças significa a diferença entre o retorno esperado e o retorno obtido. O termo “risco” tende a ter uma conotação negativa, de perda. No entanto, e para aqueles que o estudam, é visto como de possibilidade de ganho também.

Para Bernstein (1997), realizar operações com risco associado presume um retorno, sendo esse a remuneração esperada pelo risco incorrido. Na análise dos investimentos a realizar é normal apenas se viabilizarem os investimentos que gerem retorno superior ao inicialmente investido acrescido da compensação associada ao risco.

De acordo com Figueiredo e Caggiano (1997), o risco, enquanto fator determinante do retorno, está intrinsecamente relacionado ao desempenho das empresas, sendo por isso um tema central de estudo. Como o risco não pode ser eliminado e não existe um valor ideal para as perdas, é crucial estabelecer uma faixa aceitável para elas, bem como o nível de risco que uma organização pode assumir. Esse processo é fundamental para a tomada de decisões e para a otimização dos resultados. Os autores ainda destacam o impacto da globalização, que, por um lado, ampliou as oportunidades de negócios, mas, por outro, intensificou a concorrência, o que resultou em margens de lucro menores. Nesse contexto, é necessário minimizar os riscos, otimizar o uso do capital, ser mais transparente, escolher melhor os clientes e monitorar mudanças nos ambientes internos e externos.

Smithson (1998) observa que, antes do século XX, a gestão de riscos foi algo negligenciada, mas a crescente consciência dos gestores sobre os elevados custos financeiros, que podem prejudicar o desempenho das empresas, trouxe uma nova abordagem para esse tema. De acordo com o mesmo autor, gerir o risco possibilitará reduzir a volatilidade dos fluxos de caixa e, assim, aumentar seu valor, protegendo as organizações contra flutuações excessivas nas taxas de juro e câmbio, permitindo estabilidade dos fluxos de caixa.

Campbell e Krakaw (1993) também descrevem cinco etapas típicas num processo de decisão relacionado com a gestão de riscos:

1. Identificação das fontes de exposição;
2. Quantificação da exposição;
3. Escolha da política a adotar, tais como:
 - Política de não cobertura: Aceitar as variações desfavoráveis, que compensam com as variações favoráveis, sem usar instrumentos de cobertura.
 - Política de cobertura sistemática: Cobrir todas as exposições desfavoráveis, com os custos correspondentes.
 - Política de cobertura seletiva: Cobrir algumas exposições, permitindo a redução de riscos e aproveitamento de possíveis ganhos com variações favoráveis.
4. Avaliação da capacidade de cobertura;
5. Escolha dos instrumentos de cobertura.

Entretanto, de acordo com Campbell e Krakaw (1993), foi somente na década de 1980 que a preocupação com o risco financeiro se intensificou nos Estados Unidos, em grande parte devido à volatilidade dos preços das mercadorias e das taxas de juros e câmbios. Empresas com grande potencial estavam a perder a sua posição competitiva de forma tão intensa que diariamente os impactos eram notados. Para esses autores, somente as empresas que souberem gerir adequadamente os riscos a que estão expostas sobreviverão, evitando o risco de desvalorização (*downside risk*) e, ao mesmo tempo, aproveitando as oportunidades associadas ao risco de valorização (*upside risk*).

Neves (2000) também destaca que a combinação de ativos pode reduzir o risco, o que leva à criação de valor, um conceito defendido por Markowitz (1952) como diversificação. Investindo em ativos menos correlacionados ou até inversamente correlacionais de forma a tirar proveito de comportamentos contrários, compensando algumas possíveis perdas.

Em relação à tipologia do risco, ele pode ser classificado em risco sistemático (ou de mercado) e risco não sistemático (ou específico). Segundo Ross *et al.* (1995), os riscos sistemáticos são eventos inesperados que afetam a maioria dos ativos, como inflação, políticas económicas e eventos políticos, e não podem ser eliminados. Já os riscos não

sistemáticos são eventos que afetam apenas ativos específicos, sendo minimizáveis através da diversificação. Uma diversificação adequada pode eliminar o risco não sistemático, deixando a empresa exposta apenas ao risco de mercado.

Neves (2000) também divide o risco específico em risco de negócio e risco financeiro. O risco de negócio está relacionado à operação da empresa, enquanto o risco financeiro está ligado à sua estrutura de capital; ambas as variáveis afetam o risco global da empresa.

2.2 Risco Cambial

Após declarado em 1971 o fim da vigência do tratado de Bretton Woods, assinado em 1944 por 45 países, onde se definiu uma política monetária que mantinha a taxa de câmbio das suas moedas indexada ao dólar, com variações diárias máximas de, mais ou menos, 1%, o tema do risco cambial ganhou importância para a gestão das organizações.

Como as taxas de câmbio estão em constante variação, essas oscilações afetam diretamente a estrutura de custos, receitas, fluxos financeiros e até mesmo o desempenho econômico das empresas. A médio e longo prazo, podem impactar a oferta e influenciar a definição de preços. Dessa forma, as flutuações cambiais exercem um impacto significativo na gestão financeira e no fluxo de caixa das organizações.

Adler e Dumas (1984) definem a exposição ao risco cambial como a alteração do valor da empresa em resposta às flutuações da taxa de cambial.

Mais tarde, Dominguez e Tesar (2001), indicam que flutuações na taxa de câmbio influenciam a rentabilidade e as decisões financeiras das empresas e que, conseqüentemente, foi esse um dos motivos pelo qual a moeda única Euro foi criada, de forma a permitir às empresas da zona Euro negociar em diferentes países sem incorrer em riscos de caráter cambial transacional. Defendem ainda que, mesmo não negociando em moedas diferentes da doméstica, as empresas podem ser, ainda assim, afetadas pelas flutuações.

De acordo com He e Ng (1998), quanto maior for a atividade internacional de uma empresa, maior será a sua exposição às alterações da taxa de câmbio, sendo até considerado por Yip e Nguyen (2012) o risco que mais impacta as empresas multinacionais.

Posto isto, as empresas podem estar expostas a três formas principais de risco cambial: conversão, transação e risco económico ou operacional.

O risco de conversão ocorre, sobretudo, quando há ativos e passivos registados em subsidiárias localizadas no exterior. Já no caso das empresas exportadoras, os riscos mais comuns são os de transação e os de natureza operacional. Por um lado, o risco de transação está relacionado com as oscilações cambiais que afetam os valores a receber e a pagar, influenciando os fluxos de caixa e as variações de curto prazo nas taxas de câmbio. Ou seja, o risco de que a empresa sofra perdas financeiras devido a flutuações nas taxas de câmbio entre o momento em que a transação é acordada e o momento em que é liquidada (o pagamento efetivo). Por outro lado, o risco operacional está associado às variações cambiais que ocorrem no longo prazo. Embora os seus efeitos não sejam imediatos, podem impactar a estratégia empresarial, especialmente no que se refere à competitividade no mercado.

Segundo Cavazos (2004), a gestão do risco cambial dependerá da importância que a exposição ao risco demonstra. Posto isto, ações de cobertura do risco serão mais frequentes quanto maior for a materialidade da exposição. Consoante o conhecimento adquirido e a evolução das situações externas à empresa, a estratégia deverá ser repensada de modo a ajustar a estratégia inicial às novas oportunidades ou ameaças.

Porfirio (2001) apresenta algumas opções de comportamentos dos gestores do risco. Estes podem adotar comportamentos de cobertura dos ativos no curto prazo ou sobre ativos e passivos atuais, ou serem mais arriscados e agirem de forma a maximizar os seus ganhos. Desta forma, defende que as moedas para as quais se prevê volatilidade, deverão, a princípio, dispensar a cobertura pois o custo incorrido não compensará. Pelo contrário, para moedas que se mostrem muito voláteis, a análise será ter interesse, pois a cobertura poderá cobrir os seus custos em perdas futuras.

Dependendo do perfil de gestão de risco das diferentes empresas, serão também adotadas diferentes abordagens ao mesmo. A comparação com empresas concorrentes é aconselhada de forma a avaliar a sua eficácia. O perfil poderá ser distinto e as estratégias também, mas, segundo Gitman (1997), deverá ter-se em consideração que as técnicas de cobertura terão custos diferentes, devendo ser analisadas. Matos (1992) sugere que o risco cambial pode ser reduzido principalmente por meio da gestão empresarial e do uso de técnicas internas de cobertura, que apresentam menores custos, uma vez que utilizam

apenas recursos próprios da empresa. Essas técnicas podem ser aplicadas a posições existentes ou futuras.

Um das técnicas internas é o "*leading and lagging*", que ajusta prazos de pagamentos e recebimentos para aproveitar variações cambiais favoráveis. Abor (2005) define a estratégia "*lead*" como a antecipação de recebimentos ou pagamentos quando se espera a depreciação ou valorização da moeda estrangeira, respectivamente. Já a estratégia "*lag*" consiste em atrasar essas operações quando se prevê valorização ou desvalorização da moeda estrangeira. Essa técnica requer negociações eficazes ou confiança entre parceiros de negócios, sendo mais comum entre empresas do mesmo grupo.

Para posições futuras, Isacsson et al. (2003) destacam a escolha da moeda de transação como uma técnica importante. Sempre que possível, é ideal utilizar a moeda nacional para eliminar o risco cambial. Caso seja necessário negociar em moeda estrangeira, recomenda-se optar por moedas fortes para exportadores e moedas com tendência à desvalorização para importadores.

A diversificação de moedas, segundo Motta (1998), é outra abordagem eficaz para diluir riscos, baseando-se na teoria do portfólio de Markowitz, onde a correlação reduzida entre moedas compensa variações negativas de uma com ganhos de outra. Brealey e Myers (1998) também recomendam a diversificação como estratégia para melhorar a rentabilidade e mitigar riscos.

Entretanto, Peynot (1987) menciona a possibilidade de ajustar preços de venda para compensar variações cambiais, seja aumentando preços para exportadores em caso de depreciação da moeda do comprador, seja negociando preços mais baixos para importadores que prevejam perdas. Outra opção é indexar preços às taxas de câmbio para equilibrar ganhos e perdas entre as partes; contudo, para que seja exequível, é necessário que exista um acordo entre as partes envolvidas.

Matos (1992) destaca também o desconto de pronto pagamento, onde produtos ou serviços são pagos no ato de entrega, eliminando a exposição cambial futura. No caso do importador, isso exige liquidez ou acesso a financiamento, e para o exportador, o ganho cambial deve superar os custos financeiros.

A técnica de *matching* foca-se no alinhamento de valores a pagar e a receber em diferentes moedas. De acordo com Dhanani (2004), empresas com operações frequentes de

importação e exportação têm maior facilidade em identificar coincidências de fluxos em moedas iguais, eliminando o risco cambial. Isso requer um controlo rigoroso de tesouraria para alinhar as datas de entradas e saídas, reduzindo perdas cambiais decorrentes de conversões desnecessárias. Quando tal alinhamento não é possível, opções como depósitos em moeda estrangeira ou empréstimos em moedas específicas podem ser utilizadas para cobrir temporariamente os montantes necessários.

Embora úteis, as técnicas internas nem sempre são suficientes para uma gestão eficiente do risco cambial. Assim, é necessário complementar com técnicas externas em situações mais complexas. Idealmente, combinar-se-iam o uso de técnicas internas para minimizar custos com técnicas externas para casos de maior exposição.

Entre as técnicas externas, o contrato *forward*, descrito por Cavazos (2004), que fixa uma taxa de câmbio futura, garantindo que os valores a pagar ou receber estão definidos *a priori*. Essa abordagem é segura para transações com datas e montantes definidos.

O adiantamento de divisas, segundo Abor (2005), oferece a empresas exportadoras a oportunidade de converter em moeda nacional, de forma antecipada, os valores esperados em moeda estrangeira logo após o envio das mercadorias, em vez de aguardar a data de pagamento do cliente. Esse método minimiza significativamente o risco cambial e baseia-se em um financiamento de curto prazo na moeda da transação comercial. O montante é reembolsado quando o cliente cumpre a sua obrigação. Durante esse período, a empresa paga juros sobre o empréstimo em moeda estrangeira, sendo que apenas o valor dos juros está sujeito ao risco cambial.

Existem então derivados financeiros que se propõem a mitigar e cobrir o risco associado às flutuações na taxa de câmbio. Em 2007, Nguyen e Faff apresentam um estudo, incidido sobre 99 empresas francesas, sobre o uso de derivados e a relação com a exposição cambial, antes e depois da criação da zona Euro e concluem que os mesmos derivados estão associados a técnicas de redução à exposição cambial. No entanto, Adler et al. (1984), fazem crer que a exposição ao risco cambial não pode ser mitigada completamente pela utilização de instrumentos financeiros de cobertura de risco cambial. Existem, sim, instrumentos financeiros que podem ser utilizados de forma a diminuir o impacto dessas flutuações, como exemplos, Futuros, *Forwards*, *Swaps*.

Posteriormente, Lima e Santos (2012) assumem que utilizar os instrumentos financeiros de forma indevida ou errada pode ter o efeito contrário à premissa original e aumentar o

seu risco financeiro, uma vez que existem custos associados à sua utilização e que podem pesar na tomada de decisão. No entanto, se os instrumentos financeiros forem utilizados de forma correta, podem ajudar a reduzir a exposição da volatilidade do mercado cambial (Pandey, 2014). Aqui, levanta-se a questão de que os instrumentos financeiros possam não ser apenas utilizados para a cobertura de um risco transacional, mas, também, como instrumento de especulação.

Destacando agora mais detalhadamente alguns dos produtos derivados, os contratos de futuros, conforme Eitman et al. (2001), permitem fixar uma taxa de câmbio para uma data futura, mitigando os efeitos das flutuações. Esses contratos, que surgiram no início do século XIX para proteger preços agrícolas, foram adaptados nos anos 1970 para o mercado financeiro. Contratos futuros são padronizados e negociados em bolsa (que derivam do valor de *commodities*, Índices, taxas de juro e moedas) com mecanismos como depósitos iniciais e câmaras de compensação garantindo a liquidação. Apesar disso, apresentam riscos em situações especulativas devido à alta alavancagem permitida.

Já os contratos de opções, como discutido por Black e Scholes (1973), permitem a negociação entre comprador e vendedor de qualquer produto para fixar uma taxa de câmbio e data de transação. As opções podem ser de compra (*Call*) ou venda (*Put*) e oferecem ao comprador o direito, mas não a obrigação, de executar a transação, mediante o pagamento de um prémio. As perdas do comprador são limitadas ao prémio, enquanto os ganhos podem ser ilimitados, dependendo das condições de mercado. Nestas opções, pode destacar-se o *Collar*, onde, em simultâneo, se contratualiza uma opção de venda (*Put*) e uma opção de compra (*Call*) de forma a limitar tanto as perdas como os ganhos numa transação em moeda estrangeira. A opção de venda define o “chão” e a opção de compra define o “teto” da transação.

A arbitragem de posições a prazo consiste na negociação entre posições curtas ou devedoras e posições longas ou credoras em diferentes moedas estrangeiras. Conforme destacado por Matos (1992), quando uma empresa prevê receber uma quantia em moeda estrangeira X em três meses e, simultaneamente, deve pagar uma quantia em moeda estrangeira Y em seis meses, ela pode adquirir a moeda estrangeira Y a prazo de três meses, utilizando contratos *forward*. Nesse cenário, a moeda X recebida ao final do terceiro mês pode ser convertida na moeda Y necessária para o pagamento futuro. Eventualmente, a empresa ainda pode aproveitar os juros provenientes de uma aplicação

financeira temporária até a data de quitação, eliminando, assim, o risco cambial. Caso o valor recebido em moeda X seja maior do que o valor a pagar em Y, o excedente pode ser negociado a prazo contra a moeda nacional. No caso inverso, será necessário adquirir a prazo o montante necessário de Y. Essa abordagem permite que as empresas reduzam ou eliminem o risco cambial envolvendo múltiplas moedas.

Entretanto, os *swaps* de divisas, descritos por Matos (1992), envolvem a troca de montantes em moedas diferentes entre duas partes, com base numa taxa de câmbio pré-acordada. Essa abordagem é frequentemente intermediada por instituições bancárias e é útil para gerir o risco cambial de empréstimos em moeda estrangeira, além de aproveitar taxas de juros mais baixas. Por exemplo, duas empresas podem trocar empréstimos equivalentes nas suas moedas locais, eliminando a exposição cambial e potencializando ganhos financeiros.

No que diz respeito à realidade das empresas portuguesas, Gomes (2011), num estudo de caso sobre a gestão do risco cambial, refere que, à data do trabalho, alguns estudos foram realizados sobre as estratégias de cobertura do risco cambial utilizadas pelas empresas portuguesas. Nesse estudo de caso o autor menciona que as empresas estão cada vez mais expostas ao risco cambial e que a sua cobertura através de instrumentos financeiros é normalmente maior em empresas de maiores dimensões.

2.3 IFRS 9 e Gestão do Risco Cambial na Contabilidade de Cobertura

Segundo a Ordem do Contabilistas Certificados, a IFRS (*International Financial Reporting Standards*) 9 é uma norma publicada pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) em julho de 2014, com o objetivo de substituir a IAS (*International Accounting Standard*) 39. A principal motivação para a criação da IFRS 9 foi a crise financeira internacional, que evidenciou problemas nos padrões contabilísticos, especialmente a demora no reconhecimento de imparidades decorrentes de perdas de crédito.

A IFRS 9 introduz um novo modelo para a mensuração e o registo de perdas de crédito, baseando-se no conceito de perda esperada (abordagem prospetiva). Isso contrasta com o modelo anterior da IAS 39, que se baseava em perdas incorridas, ou seja, só reconhecia provisões para crédito a partir da identificação de eventos de perda. A nova norma exige que as entidades reconheçam perdas esperadas em cada data de relatório, atualizando a informação. Isso permite que as instituições criem uma margem de segurança para se

protegerem contra possíveis eventos de incumprimento. A IFRS 9 substituiu os modelos complexos da IAS 39 por um único conjunto de requisitos para a redução no valor recuperável, aplicável a todos os instrumentos que não sejam contabilizados ao justo valor. Em geral, a IFRS 9 exige que quase todos os ativos financeiros tenham uma provisão para perdas, eliminando a necessidade de esperar que um evento de perda ocorra. A norma deve ser aplicada para períodos anuais iniciados após 1 de janeiro de 2018.

A IFRS 9 estabelece três categorias para a mensuração de ativos financeiros após o seu reconhecimento inicial:

- **Custo amortizado:** Utilizado quando o objetivo do modelo de negócio é deter os ativos para recolher fluxos de caixa contratuais e os termos contratuais dão origem, em datas definidas, a fluxos de caixa que são apenas reembolsos de capital e pagamentos de juros sobre o capital em dívida.
- **Justo valor através de outro rendimento integral:** Aplicado quando o modelo de negócio visa tanto a recolha de fluxos de caixa contratuais quanto a venda de ativos financeiros, e os termos contratuais dão origem a fluxos de caixa que são apenas reembolsos de capital e pagamentos de juros sobre o capital em dívida.
- **Justo valor através dos resultados:** Categoria-padrão para todos os outros ativos financeiros.

A classificação de um ativo financeiro é determinada pelo modelo de negócio da entidade para gerir os ativos e pelas características dos fluxos de caixa contratuais do ativo.

A IFRS 9 impacta a gestão de risco cambial ao introduzir um sistema mais flexível e alinhado com as estratégias de risco das empresas, através da sua secção sobre a contabilidade de cobertura (*hedge accounting*), que visa facilitar o reconhecimento dos efeitos da proteção, permitindo que os as coberturas naturais sejam consideradas como instrumentos de cobertura de risco cambial e que os custos dessas coberturas sejam usados na amortização do instrumento. Isso aumenta a transparência e a precisão na mensuração e divulgação dos riscos cambiais, melhorando a gestão e as decisões estratégicas.

3.1 Metodologia

Com o intuito de demonstrar de que forma as empresas, que compõem o *Portuguese Stock Index*, mitigam o risco cambial a que estão expostas, a análise irá realizar-se de forma qualitativa. Ao utilizar uma metodologia de investigação qualitativa, focaremos, essencialmente, em compreender e interpretar os fenómenos sociais, as experiências, os comportamentos, os valores, as crenças e as atitudes das empresas, em vez de nos concentrarmos na quantificação e medição estatística. Neste caso, expor a abordagem perante a gestão do risco cambial por parte das empresas, com o objetivo de comparar, qualitativamente, as estratégias e instrumentos financeiros que as empresas afirmam utilizar como forma de mitigação desse risco.

A elaboração deste relatório baseia-se na análise dos relatórios e contas anuais de 2024, disponíveis nos sítios *web* das empresas. Estes documentos, que incluem o Relatório de Gestão, Demonstrações Financeiras e Anexos, são a fonte primária de informação sobre a exposição e as estratégias de gestão de riscos financeiros, incluindo o risco cambial. Adicionalmente, foram executados contactos telefónicos e por correio eletrónico com alguns dos departamentos de acionistas das diferentes empresas, os quais não acrescentaram (infelizmente) valor significativo ao estudo devido à ausência de resposta ou, quando existiu, não acrescentar informação adicional à presente nos relatórios anuais apresentados pelas empresas.

O presente relatório reconhece a heterogeneidade da divulgação pública de informação financeira e de risco. Algumas empresas detalham minuciosamente as suas políticas e os instrumentos utilizados; outras, no entanto, oferecem uma visão mais genérica, limitando o grau de profundidade da análise. Esta disparidade na transparência constitui uma descoberta em si mesma, com implicações para a avaliação do risco por parte dos investidores, e será um ponto central nas conclusões deste estudo.

Começamos por recolher a informação sobre as empresas pertencentes ao *Portuguese Stock Index* à data de término de 2024, bem como os seus relatórios anuais. A análise dos mesmos incidiu, maioritariamente, na secção sobre a gestão de risco por parte das empresas, afunilando para o objetivo central do estudo: o risco cambial e a sua mitigação.

De referir, ainda, que durante o ano de 2025 uma nova empresa, Teixeira Duarte, foi incluída no *Portuguese Stock Index*, e que a mesma não foi considerada neste estudo.

3.2 O Índice PSI: Definição, Relevância e Desafios de Identificação

O PSI, acrónimo para *Portuguese Stock Index*, é o índice de referência da Euronext Lisboa e o indicador mais utilizado para refletir o desempenho do mercado de ações português. O número de empresas que compõem o índice já não é obrigatoriamente 20 e o índice, que era anteriormente conhecido como PSI-20, passou a chamar-se apenas PSI a partir de 2022, refletindo a sua composição flutuante. O índice é composto pelas ações das empresas com base na capitalização de mercado ajustada pelo *free float* e na liquidez, sendo revisto anualmente.

A identificação precisa das empresas que constituem o PSI em 2024 é um passo fundamental para esta análise. O índice flutuante, que não contém obrigatoriamente 20 empresas, impõe a necessidade de consultar fontes atualizadas da Euronext para garantir a exatidão da amostra. A análise dos relatórios de 2024 das empresas mais relevantes em termos de capitalização e liquidez, incluindo todas as empresas que compunham o PSI, constituiu a base para esta avaliação, proporcionando uma amostra representativa e estratégica do mercado nacional. A lista de empresas analisadas foi identificada com base nesta metodologia, assegurando que o foco estivesse nos intervenientes mais significativos.

Posto isto, as empresas alvo de análise serão as seguintes:

Empresa	Capitalização Bolsista (em milhares de euros)
EDP	18 610,53
EDP Renováveis	13 915,68
Jerónimo Martins	12 799,82
Galp Energia	11 436,11
Banco Comercial Português	11 411,06
Sonae	2 816,00
<i>The Navigator Company</i>	2 210,36
Altri	1 029,76
Corticeira Amorim	972,23
Mota-Engil	1 773,16

CTT	924,70
Ibersol	408,99
Semapa	1 438,48
NOS	1 931,86
REN	2 074,96

Tabela 1 - Lista de empresas do PSI

Nota: A ordem desta tabela é a mesma a ser apresentada na secção seguinte.

CAPÍTULO IV – RESULTADOS

4 Análise dos Relatórios Anuais de 2024

Após análise dos relatórios e contas anuais de 2024, foi possível entender, até certo ponto, a estratégia de cada uma das empresas e a forma como lidam com a gestão do risco cambial. De seguida, iremos, por empresa, apresentar a informação recolhida.

4.1 EDP e EDP Renováveis

A EDP, pela sua atuação internacional, encontra-se exposta a diferentes riscos cambiais associados à evolução de várias moedas, entre as quais se destacam o dólar americano, o real brasileiro, o zloty polaco, o leu romeno, o dólar canadiano, a libra esterlina, o florim húngaro, o peso colombiano e o dólar de Singapura. Esta exposição decorre sobretudo dos investimentos realizados em ativos de geração renovável, principalmente parques eólicos e solares, localizados nos Estados Unidos da América (EUA), Polónia, Roménia, Canadá, Reino Unido, Hungria, Colômbia e Singapura. No caso do Brasil, a exposição está ligada às operações da EDP Energias do Brasil e da EDP Renováveis Brasil, sendo o risco mitigado através do financiamento dos investimentos em moeda local e, complementarmente, pela utilização de derivados destinados a proteger o investimento líquido.

Com base no relatório anual apresentado pela empresa para o ano de 2024, a política da empresa assenta na contratação de instrumentos financeiros derivados cujas características procuram replicar, tanto quanto possível, as dos ativos ou passivos cobertos. Estas operações são monitorizadas e reavaliadas ao longo da sua vigência, sendo

periodicamente testada a sua eficácia no controlo do risco. Relativamente às subsidiárias brasileiras, cujo valor dos ativos líquidos é denominado em reais, a EDP acompanha a evolução do câmbio BRL/EUR de forma contínua, dada a exposição ao risco de conversão para euros. Nas operações de cobertura, a principal fonte de ineficácia identificada decorre do impacto do risco de crédito, quer da própria empresa quer da contraparte, no justo valor dos *forwards* de moeda e dos *swaps* cambiais e de taxa de juro, não refletido na variação de justo valor dos fluxos de caixa futuros associados às taxas de câmbio.

4.2 Jerónimo Martins

A Jerónimo Martins, líder no setor de retalho e distribuição alimentar, tem a sua principal exposição ao risco cambial nas operações na Polónia e na Colômbia, onde as receitas são geradas em Zloty Polaco (PLN) e Peso Colombiano (COP), respetivamente.

Com base no relatório anual apresentado pela empresa para o ano de 2024, a estratégia de mitigação do grupo centra-se na proteção do risco transacional. O Grupo privilegia a cobertura natural através do recurso a financiamento na moeda local, sempre que tal seja possível. A forte presença da empresa em mercados fora da zona euro também lhe confere uma cobertura natural significativa, onde os fluxos de despesas incorridas em PLN e COP atuam como um amortecedor contra as flutuações.

As variações cambiais decorrentes de empréstimos em moeda estrangeira, utilizados para cobrir investimentos em operações fora de Portugal, são reconhecidas em reservas, na rubrica de diferenças cambiais de outros rendimentos integrais. De igual modo, os *swaps* cambiais contratados para proteção de investimentos em entidades estrangeiras são registados ao justo valor, sendo os efeitos eficazes refletidos diretamente em capital próprio. Quando estas participações são alienadas, os ganhos e perdas acumulados em reservas são transferidos para resultados.

Em 2024 foram contratados *forwards* cambiais em euros e dólares americanos, destinados a mitigar o risco associado à compra de mercadorias no exterior, num montante nominal de €58,4 milhões e 3,6 milhões de dólares, com vencimento até fevereiro de 2025. Nesse mesmo ano, foi ainda celebrado um *cross-currency swap* sobre um depósito em euros realizado por uma subsidiária na Polónia, no valor de €100 milhões e com maturidade em março de 2025.

No final de 2024 encontravam-se igualmente em vigor *forwards* cambiais, com valores de €3,8 milhões e 6,4 milhões de dólares, com vencimento até maio de 2025, contratados para cobrir futuras aquisições de mercadorias. Por fim, no que respeita à exposição ao Zloty Polaco (PLN), o Grupo implementou uma estratégia de cobertura através de *forwards* cambiais com vencimento até abril de 2025, de forma a proteger os seus investimentos líquidos em subsidiárias localizadas na Polónia.

4.3 Galp Energia

No que diz respeito à Galp Energia, a sua principal exposição financeira e comercial está ligada à volatilidade dos preços das matérias-primas, que são tipicamente negociadas em Dólares Americanos (USD). O risco cambial (EUR/USD) e o risco de preço do petróleo, gás e derivados estão intrinsecamente ligados, tornando a sua gestão uma disciplina integrada.

O relatório de 2024 da Galp revela que a empresa utiliza “modelagem de cenários” para avaliar a resiliência da sua estratégia a mudanças macroeconómicas, incluindo as flutuações cambiais. A sua estratégia de mitigação de risco de mercado baseia-se fortemente em instrumentos financeiros derivados, como opções e *forwards*. Em 2024, a Galp registou uma perda não realizada de 15 milhões de euros em instrumentos financeiros derivados, o que demonstra que a gestão deste risco é uma atividade ativa e que pode gerar resultados tanto positivos como negativos em curtos períodos. A Galp também utiliza derivados para gerir os seus ativos de energia renovável, como os *Virtual Power Purchase Agreements*¹.

4.4 Banco Comercial Português (BCP)

Para o BCP, a exposição ao risco cambial não decorre primariamente de fluxos comerciais, mas de operações de balanço e financeiras associadas à sua presença internacional. A principal fonte de risco reside na sua carteira de crédito hipotecário denominada em Francos Suíços (CHF), uma herança de operações passadas. Esta exposição representa um risco de câmbio pois as flutuações do CHF podem afetar o valor da carteira.

¹ *Virtual Power Purchase Agreements* (VPPA) é um contrato financeiro entre uma empresa e um projeto de energia renovável que não envolve a entrega física da eletricidade, mas sim o apoio a projetos de energia limpa.

Para gerir esta exposição, o BCP utiliza uma abordagem altamente especializada, recorrendo a instrumentos financeiros derivados de fluxo de caixa. O relatório de 2024 do BCP menciona a utilização de transações de posições cambiais e *Cross-Currency Interest Rate Swaps*² para cobrir a volatilidade dos fluxos de caixa gerados por receitas e custos de juros em moedas estrangeiras. Os *Cross-Currency Interest Rate Swaps*, em particular, é utilizado para cobrir a exposição cambial e de taxa de juro da carteira de hipotecas em CHF e das suas obrigações subjacentes em Zloty Polaco (PLN).

4.5 Sonae

A Sonae SGPS, S.A., um grupo diversificado com um portefólio que inclui retalho, tecnologia, imobiliário e telecomunicações, gere o seu risco cambial com uma política "conservadora e prudente". O grupo, com diversas áreas de negócio, tem alguma exposição cambial, nomeadamente através da sua presença no Brasil.

Com base no relatório anual apresentado pela empresa para o ano de 2024, a estratégia de mitigação da Sonae apoia-se principalmente nas coberturas naturais. A diversificação dos seus negócios em diferentes mercados e a correspondência entre receitas e custos na mesma moeda local minimizam a necessidade de recorrer a instrumentos financeiros complexos. A empresa utiliza derivados financeiros apenas "pontualmente" para cobrir riscos que não podem ser mitigados de forma natural. Esta abordagem reflete a natureza do seu modelo de negócio, que é menos dependente de transações de grande volume em moedas estrangeiras do que uma empresa industrial ou de energia. A estratégia permite à Sonae concentrar-se na gestão operacional em cada mercado, deixando que o seu modelo de negócio atue como uma primeira linha de defesa contra o risco cambial.

A Sonae recorre a instrumentos financeiros derivados para gerir riscos financeiros, tanto para cobertura cambial e de energia como para otimizar os custos de financiamento, não sendo a sua utilização orientada para fins especulativos. Estes derivados são registados ao justo valor desde a data da contratação, sendo a forma de reconhecimento das variações dependente da sua designação como instrumentos de negociação ou de cobertura. A relação de cobertura é considerada válida quando existe uma correlação económica entre o derivado e o item coberto, quando as variações de justo valor não resultam

² *Cross-Currency Interest Rate Swaps* (CIRS) é um acordo entre duas partes para trocar fluxos de pagamento de juros em diferentes moedas.

predominantemente do risco de crédito e quando o rácio de cobertura corresponde ao efetivamente aplicado na transação.

Os principais instrumentos utilizados pela Sonae são contratos de câmbio a prazo, aplicados sobretudo à cobertura de fluxos de caixa relacionados com empréstimos e operações comerciais, e instrumentos ligados ao preço da energia. Quando as características dos derivados coincidem com as condições dos empréstimos ou operações subjacentes, estabelecem-se relações quase perfeitas de cobertura, com direito a tratamento contabilístico específico (*hedge accounting*). Contudo, nem todas as operações cumprem esses requisitos, pelo que em alguns casos as variações de justo valor afetam diretamente os resultados, embora continuem a mitigar significativamente os riscos. Em situações particulares, também podem ser contratadas opções cambiais, sujeitas à aprovação da Comissão Executiva.

A exposição cambial da Sonae resulta da sua presença internacional e manifesta-se tanto ao nível de transação, isto é, nos fluxos de tesouraria e instrumentos registados, como ao nível de translação, devido à conversão de resultados e capitais próprios de subsidiárias estrangeiras. A gestão deste risco não é uniforme em todo o grupo, mas adaptada a cada negócio.

No retalho alimentar (MC) e na Worten, a exposição provém sobretudo de compras internacionais em dólares, sendo utilizada cobertura através de *forwards* cambiais para estabilizar custos e apoiar a negociação com fornecedores.

No grupo Musti, a exposição advém de fluxos em USD e GBP, bem como da conversão de demonstrações financeiras em SEK e NOK.

Na Sierra, a política passa por evitar contratos em divisas diferentes da moeda local (*natural hedging*).

A Bright Pixel, com presença no Reino Unido e investimentos em várias geografias, está exposta a riscos cambiais relacionados com ativos financeiros mensurados ao justo valor, procurando compensações naturais sempre que possível.

Já a Sonae SGPS, como holding, apresenta exposição cambial reduzida, cobrindo transações relevantes através de *forwards*.

4.6 The Navigator Company

O Grupo recorre a instrumentos derivados sempre que a evolução esperada das taxas de juro ou de câmbio o justifique, utilizando contratos como *swaps* de taxa de juro, *collars* e *forwards* cambiais para se proteger de movimentos adversos. Embora muitos destes contratos sejam eficazes do ponto de vista económico, nem todos cumprem os requisitos formais para serem reconhecidos como instrumentos de cobertura contabilística.

Quando os derivados cumprem os critérios da IFRS 9, podem ser designados como instrumentos de cobertura. No âmbito da gestão de risco de taxa de juro, de câmbio e de matérias-primas, o Grupo utiliza coberturas de fluxos de caixa. As variações são reconhecidas em outros rendimentos integrais e transferidas para resultados quando o item coberto afeta a demonstração de resultados, como acontece em vendas futuras. Em casos de coberturas de financiamentos a taxa variável, os ganhos e perdas dos *swaps* são refletidos em rendimentos e gastos financeiros. Quando a cobertura se refere a uma transação futura que origina um ativo não financeiro, como inventários ou imobilizado, os ganhos ou perdas diferidas são incorporados no valor inicial desse ativo. Se o instrumento de cobertura vence, é vendido ou deixa de cumprir os requisitos de *hedge accounting*, os montantes acumulados em capital próprio são transferidos para resultados, exceto quando associados a transações futuras, situação em que permanecem em capital próprio até ao reconhecimento da operação.

A *Navigator*, em particular, apresenta uma exposição significativa ao risco cambial devido ao facto de faturar parte das suas vendas em dólares norte-americanos e libras esterlinas, enquanto reporta as suas contas em euros. Embora alguns pagamentos nestas divisas funcionem como cobertura natural, subsiste uma exposição líquida que é mitigada através de *forwards* cambiais. Estes contratos são alinhados em montantes e prazos com as vendas e compras denominadas em moedas diferentes do euro, compensando as variações cambiais registadas nos saldos de clientes e fornecedores. Para além da gestão do risco contabilístico, a empresa recorre ainda a derivados para cobrir vendas futuras em USD e GBP, limitando o impacto de flutuações cambiais adversas nas suas receitas e custos.

4.7 Altri

Os relatórios da Altri para o exercício de 2024 mencionam a gestão de risco como uma área de foco do grupo. A Altri está exposta ao risco cambial na negociação da pasta de papel para a sua atividade que é negociada em USD.

O Grupo Altri recorre a instrumentos financeiros derivados para gerir diferentes tipos de risco, nomeadamente de taxa de juro, de câmbio, de preço de mercadorias e de preço da energia. Estes derivados são utilizados como instrumentos de cobertura de fluxos de caixa e são registados ao justo valor, com o efeito eficaz refletido em outro rendimento integral e acumulado numa reserva de capital próprio. Para que possam ser contabilizados como coberturas, devem verificar-se condições específicas: a relação de cobertura tem de ser formalmente documentada, considerada altamente eficaz desde o início e ao longo da sua vigência, mensurável com fiabilidade e, no caso das coberturas de fluxos de caixa, aplicada a transações altamente prováveis.

Na prática, o Grupo utiliza contratos como *swaps* de taxa de juro, *collars* e *forwards* cambiais, escolhendo os instrumentos de acordo com a adequação ao risco a cobrir e os impactos potenciais em termos de volatilidade nos resultados. Quanto ao risco cambial, são celebrados derivados para proteger transações futuras altamente prováveis.

O Grupo avalia de forma quantitativa a eficácia destas coberturas, analisando cenários de preços e volumes, sendo que eventuais ineficiências podem decorrer de riscos de crédito, diferenças entre valores contratados e produzidos, alterações de volumes estimados ou desajustes temporais entre contratos e operações de mercado. As variações eficazes de justo valor são registadas em reservas de cobertura de fluxos de caixa, sendo transferidas para resultados quando os fluxos cobertos afetam a demonstração de resultados. No caso de transações que resultem em ativos ou passivos não financeiros, os ganhos ou perdas diferidas são incorporados no seu valor inicial.

A contabilidade de cobertura é descontinuada quando os derivados deixam de cumprir os critérios de elegibilidade, por vencimento, venda ou cancelamento da operação prevista. Nesses casos, os montantes acumulados em capital próprio são reclassificados para resultados ou incorporados no valor dos ativos relacionados. Quando os derivados são contratados para cobertura económica, mas não cumprem os requisitos formais para classificação contabilística como instrumentos de cobertura, as alterações de justo valor são registadas diretamente em resultados, nas rubricas financeiras correspondentes.

4.8 Corticeira Amorim

O relatório anual de 2024 da Corticeira Amorim para o primeiro trimestre de 2024 menciona um impacto negativo de cerca de 0,3 M€ das respetivas coberturas de risco cambial. A empresa é um exportador global, e o seu desempenho em 2024 foi afetado pela redução dos volumes de venda em todas as unidades de negócio, com exceção da *Amorim Cork Composites*.

A Corticeira Amorim recorre a instrumentos financeiros derivados, como contratos *forward* e *swaps*, para gerir a sua exposição ao risco cambial. Estes derivados são contabilizados ao justo valor e registados como ativo ou passivo, consoante o resultado seja favorável ou desfavorável para a empresa.

A empresa distingue entre dois tipos principais de cobertura:

- Cobertura de justo valor: destinada a neutralizar alterações no valor de ativos ou passivos já existentes.
- Cobertura de fluxos de caixa, que visa reduzir a incerteza associada a fluxos futuros.

Para beneficiar do enquadramento contabilístico específico destas operações, a empresa tem de documentar formalmente a sua política de cobertura e demonstrar que existe uma relação económica eficaz entre o derivado utilizado e o elemento protegido.

4.9 Mota-Engil

A Mota-Engil está exposta ao risco cambial devido à sua presença em vários mercados, incluindo o dólar americano (USD), o kwanza angolano (AOA), o peso mexicano (MXN), o novo sol peruano (PEN), o real brasileiro (BRL), o metical moçambicano (MZN), o kwacha malawiano (MWK), o peso colombiano (COP) e o naira nigeriano (NGN).

Com base no relatório anual apresentado pela empresa para o ano de 2024, essa exposição gera dois tipos principais de risco cambial: risco de transação (impacto nas operações e fluxos de caixa) e risco de translação (alterações no valor do capital investido em subsidiárias estrangeiras). A gestão é feita sobretudo através de cobertura natural, recorrendo a dívida na mesma moeda da exposição. Quando isso não é viável, recorrem-se a instrumentos derivados, ainda que sem detalhes divulgados. A política de gestão visa

reduzir a volatilidade dos resultados e proteger investimentos, sendo o acompanhamento assegurado pelas funções de tesouraria e controlo de negócios. Sempre que possível, contratos são celebrados em euros ou dólares, por vezes indexados à moeda local, de forma a mitigar variações cambiais adversas.

4.10 CTT

A CTT - Correios de Portugal, com a sua estratégia focada na diversificação de risco em novos segmentos e na sua presença na cadeia de valor, fortaleceu a sua articulação comercial em Portugal e Espanha. No entanto, os documentos públicos disponíveis para 2024 não fornecem detalhes específicos a utilização de instrumentos de mitigação, com o enfoque a recair sobre a gestão de risco de forma geral.

4.11 Ibersol

Com base no relatório anual apresentado pela empresa para o ano de 2024, o Grupo Ibersol adota uma política de cobertura natural para o risco cambial, recorrendo a financiamentos em moeda local, uma vez que a sua presença é predominantemente no mercado ibérico. A principal fonte de exposição cambial, no entanto, advém da sua operação em Angola, que tem pouco peso na atividade do Grupo, mas onde a instabilidade do Kwanza Angolano (AOA) é um risco a considerar. Para mitigar o risco na sua subsidiária angolana, a Ibersol mantém ativos denominados em USD, como Obrigações do Tesouro da República de Angola, num valor que equilibra os seus passivos em moeda estrangeira.

4.12 Semapa

O Grupo Semapa, sendo um conglomerado industrial, identifica o risco como um processo crucial para a sua atividade. O relatório anual de 2024 menciona que a desvalorização do Real Brasileiro e do Kwanza teve um impacto negativo de 11,2 milhões de euros no volume de negócios da sua subsidiária Secil.

O Grupo recorre a instrumentos financeiros derivados para gerir a sua exposição a taxas de juro e de câmbio, desde que estes cumpram os requisitos estabelecidos pela IFRS 9 para serem considerados operações de cobertura. No caso das coberturas de fluxos de caixa, os derivados são registados ao justo valor e as variações da componente eficaz são inicialmente reconhecidas em outros rendimentos integrais, sendo posteriormente transferidas para resultados quando o item coberto afeta a demonstração de resultados,

como acontece nas vendas futuras. Se a cobertura se revelar ineficaz, os ganhos ou perdas são imediatamente refletidos nos resultados. Quando a operação coberta dá origem a ativos não financeiros, como inventários ou imobilizado, as variações anteriormente registadas em capital próprio passam a integrar o valor inicial do ativo. Já no que respeita à cobertura de investimentos líquidos no estrangeiro, a exposição cambial é mitigada através da utilização de contratos *forward*, registados igualmente ao justo valor.

4.13 NOS

A NOS, um dos destaques de crescimento no PSI em 2024, foca a sua gestão de risco em temas como cibersegurança, manutenção de ativos e cumprimento de métricas financeiras. O relatório de governo societário de 2024 menciona que a gestão de riscos é supervisionada pela comissão de auditoria e que os relatórios internos abordam diversos riscos.

Com base no relatório anual apresentado pela empresa para o ano de 2024, a NOS utiliza instrumentos financeiros derivados, designadamente contratos de *forward* de cambiais e *swaps* de taxa de juro, com o objetivo de mitigar a sua exposição a riscos cambiais e de juro. Estes derivados são registados inicialmente ao justo valor na data de contratação e subsequentemente reavaliados pelo mesmo critério, sendo apresentados no ativo ou no passivo conforme a sua valorização seja positiva ou negativa.

4.14 REN

A REN (Redes Energéticas Nacionais) é a concessionária das redes elétricas e de gás natural de Portugal. O seu modelo de negócio é altamente regulado e focado na operação e manutenção de infraestruturas em território nacional. Por conseguinte, os seus relatórios e contas para 2024 não mencionam uma exposição material a risco cambial ou a utilização de instrumentos de mitigação.

O relatório integrado da REN abrange informação financeira, de sustentabilidade e de governo societário, e os seus resultados foram impactados por fatores como a rentabilidade dos ativos regulados e o custo da dívida, e não por flutuações de câmbio. No entanto, o relatório e contas apresenta uma secção de “contabilidade de cobertura” onde menciona que “no âmbito da sua política de gestão dos riscos de taxa de juro e de taxa de câmbio, o Grupo contrata uma variedade de instrumentos financeiros derivados,

nomeadamente *swaps*, como era o caso de uma emissão obrigacionista de 10 000 milhões de ienes (JPY), vencida em 2024.

4.15 Quadros Resumo

4.15.1 Quadro resumo por Empresa

Empresa	Estratégias de Mitigação
EDP	<i>Forwards</i> <i>Swaps</i>
EDP Renováveis	<i>Forwards</i> <i>Swaps</i>
Jerónimo Martins	Cobertura Natural <i>Forwards</i> <i>Swaps</i>
Galp Energia	Opções <i>Forwards</i>
Banco Comercial Português	<i>Swaps</i>
Sonae	Cobertura Natural <i>Forwards</i>
<i>The Navigator Company</i>	<i>Forwards</i> <i>Swaps</i> Opções (<i>collars</i>)
Altri	<i>Forwards</i> <i>Swaps</i> Opções (<i>collars</i>)
Corticeira Amorim	<i>Forwards</i> <i>Swaps</i>
Mota-Engil	Cobertura Natural
CTT	Sem informação
Ibersol	Cobertura Natural
Semapa	<i>Forwards</i>
NOS	<i>Forwards</i> <i>Swaps</i>
REN	Cobertura Natural

	<i>Swaps</i>
--	--------------

Tabela 2 - Quadro resumo por empresa

4.15.2 Quadro resumo por Estratégia

Estratégia de Mitigação	Empresas
Cobertura Natural	Jerónimo Martins Sonae Mota-Engil Ibersol REN
<i>Forwards</i>	EDP EDP Renováveis Jerónimo Martins Galp Energia Sonae <i>The Navigator Company</i> Altri Corticeira Amorim Semapa NOS REN
<i>Swaps</i>	EDP EDP Renováveis Jerónimo Martins Banco Comercial Português <i>The Navigator Company</i> Altri Corticeira Amorim NOS REN
Opções (<i>Collars</i>)	Galp Energia <i>The Navigator Company</i> Altri

Tabela 3 - Quadro resumo por estratégia

Com base no anteriormente descrito, é possível retirar alguns dados estatísticos relacionados com a forma como as empresas gerem os seus riscos cambiais.

Posto isto, cerca de 33%, nos seus relatórios anuais, referem aplicar técnicas de cobertura natural.

No que diz respeito à utilização de produtos financeiros derivados, 73% das empresas referem a utilização de *forwards*, 60% a utilização de *swaps* e 20% a utilização de opções.

O presente estudo destaca a disparidade na transparência da divulgação de informação sobre a gestão de risco cambial no PSI. Empresas como o BCP, Jerónimo Martins e Galp fornecem detalhes específicos sobre os instrumentos e as exposições, o que permite aos investidores avaliar a robustez das suas políticas de risco. Por outro lado, a escassez de dados explícitos para outras empresas, como a *The Navigator Company*, Altri e CTT representa uma lacuna importante.

Esta heterogeneidade na divulgação compromete a capacidade do mercado de medir o risco de forma informada. A ausência de informação detalhada pode ser interpretada como um sinal de uma exposição não gerida ou de uma política de risco menos sofisticada, o que pode aumentar o risco percebido para os investidores. Numa perspetiva de governança corporativa, a maior transparência sobre a gestão de risco cambial é um pilar fundamental para a credibilidade e a confiança dos investidores.

A análise dos relatórios e contas de 2024 demonstra que as empresas do PSI com maior pegada internacional encaram o risco cambial como uma componente estratégica crítica do seu negócio. As estratégias de mitigação são diversificadas e adaptadas à natureza da exposição, com as empresas a recorrerem a uma combinação de coberturas naturais e financeiras. As coberturas naturais, através da diversificação geográfica de operações e da correspondência de fluxos de caixa, são uma primeira linha de defesa fundamental para os grupos de retalho e industriais. O recurso a instrumentos financeiros derivados, por sua vez, é uma prática estabelecida para gerir riscos específicos de transação, de balanço ou de *commodities*, especialmente em empresas financeiras e energéticas.

O ano de 2024, no entanto, realçou que a gestão de risco cambial não opera num vácuo. Os resultados de empresas como a EDP Renováveis ilustram a forma como os riscos cambiais podem amplificar os impactos de riscos de natureza política e regulatória. A gestão bem-sucedida do risco cambial é um facilitador da estabilidade, mas não pode, por si só, proteger o valor do acionista de desafios sistémicos mais amplos.

A transparência na divulgação de riscos cambiais varia consideravelmente entre as empresas do PSI, o que cria assimetrias de informação no mercado. Enquanto algumas empresas líderes adotam uma abordagem detalhada, outras fornecem informações

limitadas, o que pode ser um obstáculo para a análise e a tomada de decisão por parte dos investidores.

Analisando os resultados, existem lacunas no trabalho que não conseguiram ser ultrapassadas. Embora seja um dos pontos a ser apresentado nos relatórios anuais, a posição face à gestão do risco, de modo geral, incorpora pouca informação para análise. Como exemplo, afirmam dar importância ao risco cambial, mas não apresentam qualquer medida para a sua mitigação, limitando o detalhe da análise.

Com este trabalho, gostaríamos ainda de ter aprofundado ainda mais estratégias adotadas pelas empresas o que foi impossibilitado pela carência de informação nos relatórios. Entrevistas e contactos mais assertivos com as entidades em análise passariam estratégias de tentar a obter a informação em falta, mas foram procedimentos que não conseguiram ser realizados em tempo útil.

Depois desta investigação, tornar-se-ia interessante, prosseguir com a investigação ao aprofundar a exposição cambial das empresas, bem como analisar os impactos práticos das estratégias de cobertura nos resultados das mesmas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abor, J. (2005). Managing Foreign Exchange Risk Among Ghanaian Firms, ProQuest, ID 895972591.

Adler, A., Dumas, B. (1984). Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement. *Financial Management Vol. 13, No. 2* (Summer, 1984), pp. 41-50.

Bernstein, P. (1997). Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco. Rio de Janeiro: Campus.

Black, F., Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81 : pp. 637–654.

Brealey, R. A., Myers, S. C.. Princípios de finanças empresariais. 3a.Ed. Lisboa: McGraw-Hill.

Campbell, T., Kracaw, W. (1993). Financial risk management: fixed income and foreign exchange, New York, HarperCollins Publishers.

Cavazos, R. (2004). Foreign Exchange Risk, Management in Microfinance, Financial Products and Services, Occasional Paper, New York, Women's World Banking.

Dhanani, A. (2004). The Management of Foreign Exchange-Rate Risk: A Case from the Manufacturing Industry, ProQuest, ID 613489871.

Dominguez, K., L. Tesar. (2001). Trade and Exposure, NBER Working Paper 8129, *American Economic Review – Papers and Proceedings*, May 2001.

Eitman, D., Stonehill, A., Moffett, M. (2001). Multinational Business Finance, 9th edition, Addison-Wesley Longman, Inc.

- Figueiredo, S., Gaggiano, P. (1997). *Controladoria: teoria e prática*. São Paulo: Atlas.
- Gitman, L. (1997). *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harbra.
- Gomes, B. (2011). *A gestão do risco cambial*. Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setubal.
- He, J., Ng, L. K. (1998). The foreign exchange exposure of Japanese multinational corporations. *The Journal of Finance*, 53(2), 733-753.
- Isacsson, B., Kullbert, T., Lason, R. (2003). Motives for Choosing a Currency in International.
- Lima, A. F., Santos, A. A. P. D. (2012). O uso de derivativos cambiais na proteção contra exposição ao risco da taxa de câmbio. *Revista de Economia Mackenzie*, 10(1).
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7, 77-91.
- Matos, J. (1992). *Finanças Internacionais*, Editorial Presença, Lisboa.
- Motta, F. (1998). *Teoria Geral da Administração*, São Paulo, Pioneira.
- Neves, J. (2000). *Análise Financeira*, 12ª edição, Lisboa, Texto Editora.
- Nguyen, H., Faff, R., & Marshal, A. (2007). Exchange rate exposure, foreign currency derivatives and the introduction of the euro: French evidence. *International Review of Finance*, Vol. 47(1), p. 563-577.
- Pandey, D. (2014). Currency risk management through currency derivatives. *Journal of management Research*, 2 (1).
- Peynot, D. (1987). *Gestion financière internationale des entreprises*. Paris: Montchrestien.
- Porfírio, J. (2001). *Financeiras Internacionais*. Lisboa: Universidade Aberta.

Ross, S., Westerfield, R., Jafre, J. (1995). Administração financeira. São Paulo: Editora Atlas.

Smithson, C. (1998). Managing financial risk. New York: McGraw-Hill.

https://www.edp.com/sites/default/files/document/2025-04/Relato%25CC%2581rio%2520Anual%2520Integrado%25202024%2520-%2520Versa%25CC%2583o%2520pdf%2520na%25CC%2583o%2520auditada_1.pdf ,
consultado a 10 de agosto 2025, 10h45

<https://reports.jeronimomartins.com/relatorio-contas/2024/ assets/downloads/entire-jeronimomartins-rc24.pdf?h=hrMxbnYx>, consultado a 10 de agosto 2025, 11h00

<https://www.galp.com/corp/Portals/0/Recursos/Investidores/IMR2024/RelatorioIntegradoAnual2024.pdf>, consultado a 10 de agosto 2025, 14h00

<https://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Documents/RelatorioContas/2024/RABCP2024Vol1PT.pdf>, consultado a 10 de agosto 2025, 16h00

https://www.sonae.pt/fotos/dados_fin/relatorio_anual_sonae_2024_70906428467ef95e932755.pdf, consultado a 15 de agosto 2025, 9h00

<https://thenavigatorcompany.com/wp-content/uploads/2025/04/RA-2024.pdf>,
consultado a 15 de agosto 2025, 10h00

<https://altri.pt/pt/investidores/relatorios-e-apresentacoes>, consultado a 15 de agosto 2025,
11h30

<https://www.amorim.com/pt/investidores/informacao-financeira/relatorios-anuais/corticeira-amorim-exercicio-de-2024-vendas-caem-47-penalizadas-por-contexto-global-desfavoravel/5262/>, consultado a 15 de agosto 2025, 12h00

https://www.mota-engil.com/app/uploads/2025/04/RC-consolidado-2024_vPdf.pdf,
consultado a 15 de agosto 2025, 14h00

https://appserver2.ctt.pt/staticpages/ctt/microsite/2024/pdf/PT/Relatorio_Integrado_2024.pdf, consultado a 15 de agosto 2025, 15h00

https://www.ibersol.pt/investidores/relatorio-contas/2024/R&C_Ibersol_2024.pdf, consultado a 16 de agosto 2025, 18h00

<https://www.semapa.pt/wp-content/uploads/2025/04/SEMAPA-RA-2024-versao-nao-ESEF.pdf>, consultado a 16 de agosto 2025, 20h00

https://www.nos.pt/content/dam/nos/institucional/investidores/investidores_pt/resultados-e-apresenta%C3%A7%C3%B5es/resultados/resultados-2024/4q24/Relatorio-Anual-Integrado-2024-Versao-Nao-ESEF.pdf, consultado a 16 de agosto 2025, 21h00

<https://www.ren.pt/media/wotd5sts/relatorio-integrado-2024-ren.pdf>, consultado a 17 de agosto 2025, 18h00