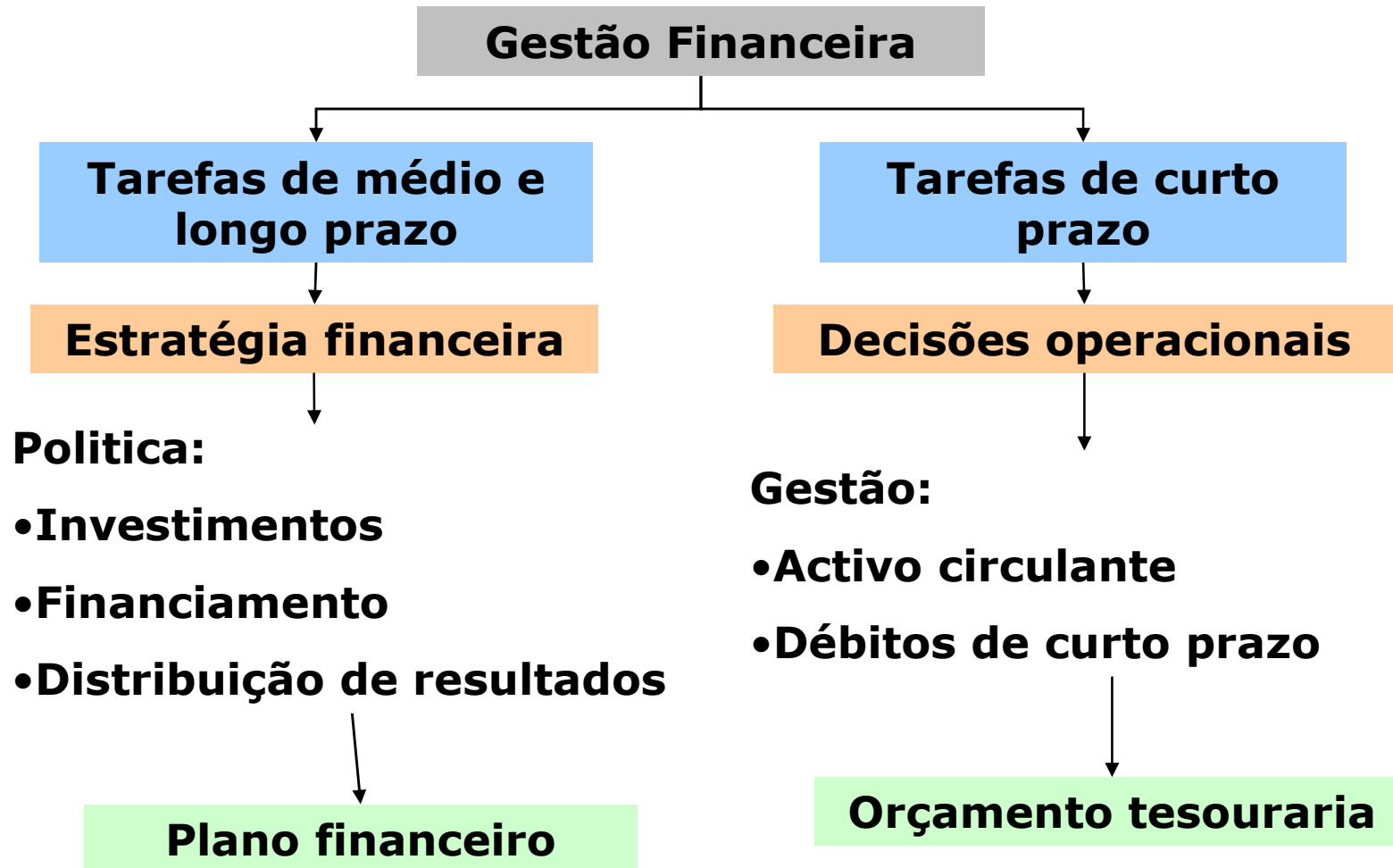




FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E ESTRUTURA DE CAPITAL

O horizonte temporal da decisão financeira





○ Financiamento da Empresa

Principais factores a considerar

- Características da empresa
- Características dos mercados financeiros
- Tesouraria de exploração
- Rendibilidade dos capitais próprios
- Contexto macroeconómico
- Risco e a reserva financeira estratégica

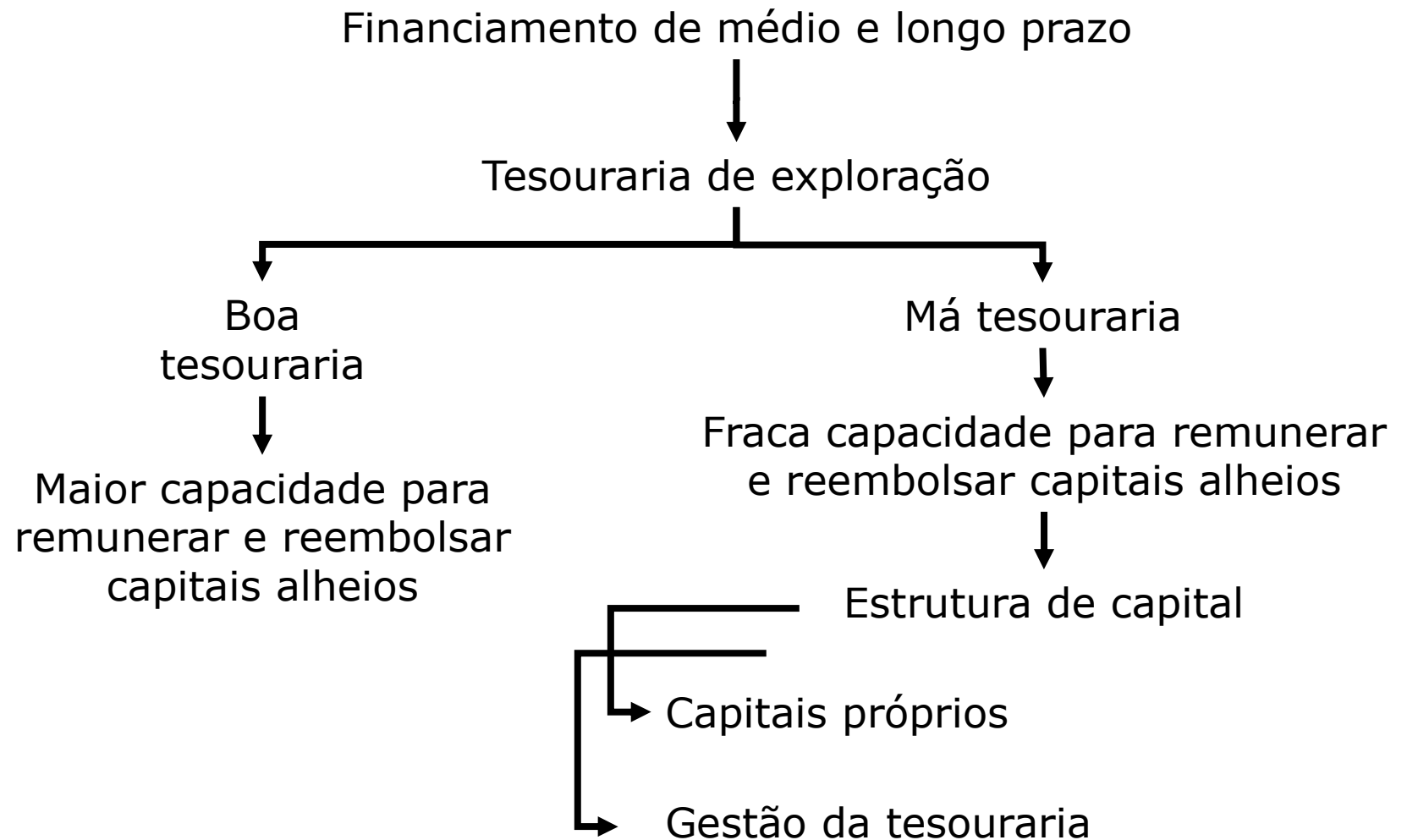
Tesouraria de exploração

Exemplo

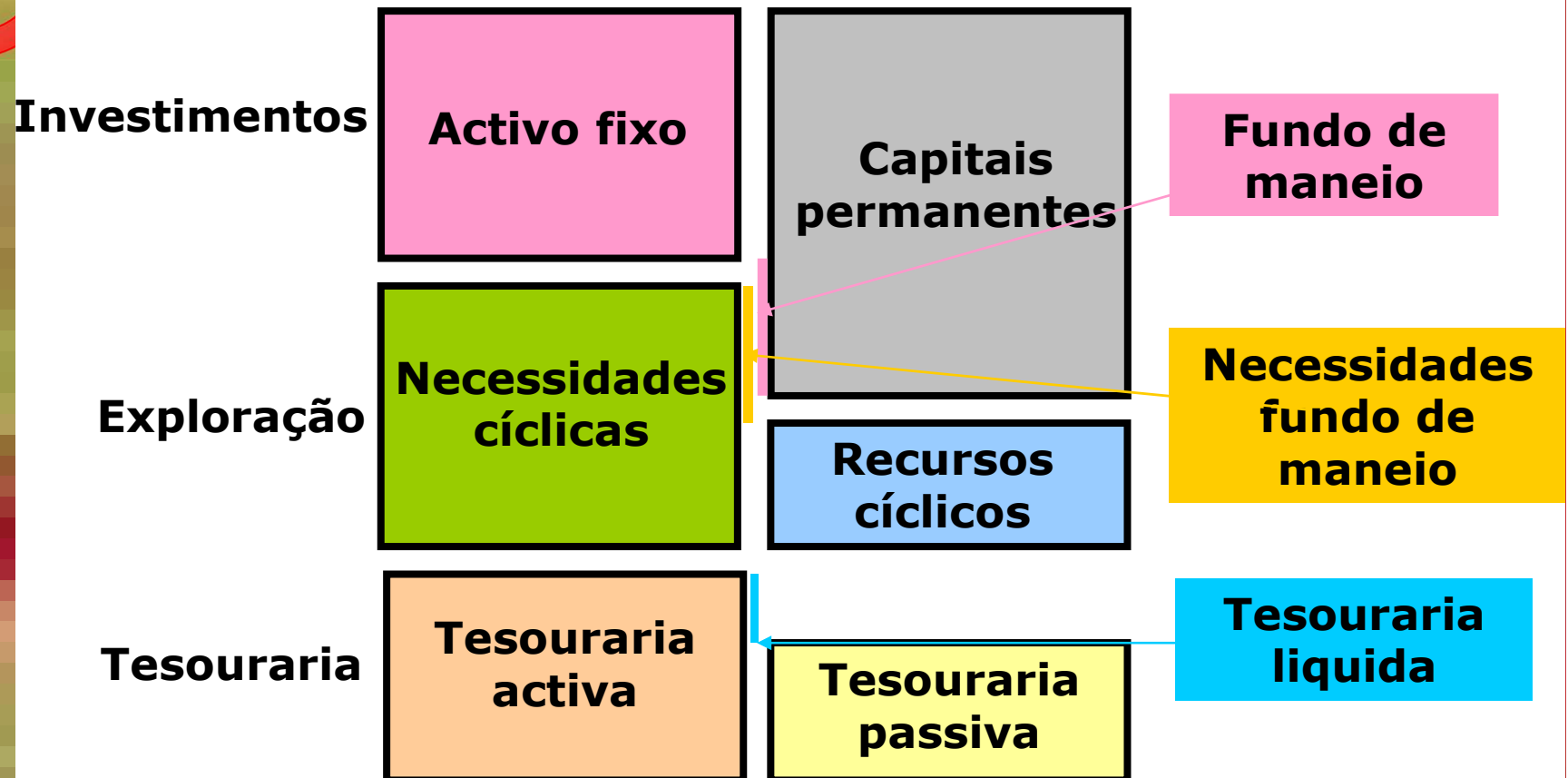
	Empresa N	Empresa O	Empresa P
1 EBITDA	50.000	75.000	100.000
2 Δ CC	40.000	40.000	40.000
3 Δ SO	20.000	20.000	20.000
4 Δ CO	10.000	10.000	10.000
Cash-flow $1-(2+3)+4$	0	25.000	50.000

EBITDA = RE + Gastos não Desembolsáveis

Interação da exploração com o financiamento



O equilíbrio do Balanço



Necessidades de financiamento a Curto e M/L Prazo

$$\text{FM} = \text{Capitais permanentes} - \text{Activo fixo}$$

$\text{FM} > 0 \rightarrow$ Fundos estáveis financiam curto prazo

$\text{FM} < 0 \rightarrow$ Fundos não estáveis financiam activo fixo \rightarrow **Risco**

C. Perm.



- Emissão de novas acções ou obrigações
- Empréstimos de MLP

AF



- Desinvestimento
- Venda de títulos de participação

FM



C. Perm.



- Reembolso de e empréstimos de MLP

AF



- Investimento

FM





Principais formas de Financiamento M/L P

- Autofinanciamento e outros Capitais próprios
- Capitais alheios

Financiamento M/L Prazo

$$FM = \text{Capitais permanentes} - \text{Activo fixo}$$

$$FM > 0$$

Equilíbrio financeiro

Os capitais financeiros que financiam cada activo devem permanecer na empresa pelo menos o mesmo tempo desse activo

Preocupações

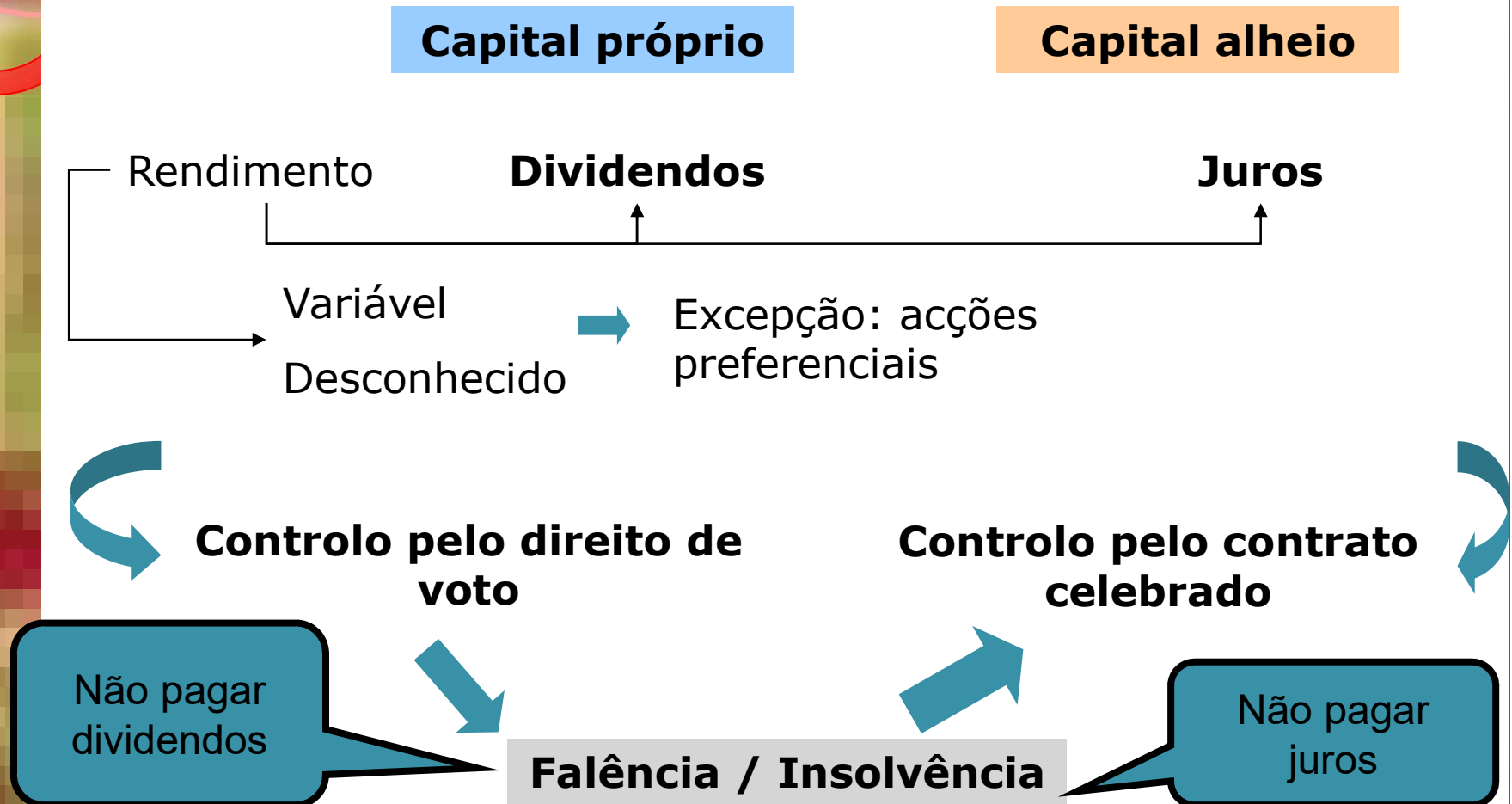
Grau de endividamento

$$\longrightarrow \frac{CA}{CP + CA}$$

Estrutura de endividamento

Maximizar a rendibilidade do CT em relação ao custo de CA

Financiamento M/L Prazo



Financiamento M/L Prazo

Fontes de financiamento

Internas

- Capital social
- Auto financiamento

Resultados líquidos
- dividendos
+ depreciações
+ imparidades

Externas

- Prestações suplementares
- Suprimentos
- Abertura do capital
- Capital de risco
- Capital alheio

Disponibilidade
Financeira dos sócios

Financiamento M/L Prazo

Capitais próprios { **Capital social**
Prestações suplementares

Podem não ter custos associados

Permanecem na empresa por um longo período de tempo

Essenciais para obtenção de financiamento externo

Financiamento M/L Prazo

Capital próprio

Sociedade de capital fechado

- Auto financiamento**
- Subscrições particulares de capital**
- Capital de risco**

Sociedade de capital disperso → **Mercado de capitais**

Ofertas publicas de acções

Acções comuns

Sem direito voto **Acções preferenciais** { **Dividendos**
Reembolso em falência

CAPITAIS PROPRIOS VS CAPITAIS ALHEIOS

Capital alheio		Capital próprio
	Tipo de rendimento	
Juros		Dividendos
	Controlo da empresa	
Não		Sim
	Direitos em caso de falência	
Prioritário		Residual
	Duração	
Maturidade fixa		Infinita
	Estatuto fiscal do rendimento	
Custo fiscal na empresa		Não dedutível na empresa



 **AS TEORIAS DA
ESTRUTURA DE CAPITAL**



A questão da estrutura de capital

Levanta dois importantes problemas:

1. Porque que é que os accionistas se devem preocupar com a maximização do valor da empresa?
2. Talvez o mais racional seria preocuparem-se com a maximização do valor para os accionistas.
3. Qual é o rácio debt-to-equity que maximiza o valor para os accionistas?

Verifica-se, que alterações na estrutura de capital beneficiam os accionistas se e apenas o valor da empresa aumentar.



Outras questões importantes

- A primeira é sobre quais os investimentos a longo prazo é que as empresas devem realizar.
- A segunda relaciona-se com o uso da dívida, ou, por outras palavras a questão da estrutura de capital.
- A terceira questão, igualmente importante, refere-se ao nexos destas duas últimas.



Origens de níveis óptimos de financiamento

- Assimetria de informação: Problema de risco moral e de selecção adversa
- Estrutura financeira da empresa : nível de endividamento elevado
- Actividade económica da empresa : risco de actividade
- Período de recuperação do investimento

ESTRUTURA DE CAPITAL

LIMITES AO ENDIVIDAMENTO

1. CUSTOS DE FALENCIA
2. CUSTOS DE AGENCIA

Os cash flows podem ser insuficientes para fazer face a todos os pagamentos

A empresa pode ser economicamente viável

O problema pode estar na própria forma de financiamento



ESTRUTURA DE CAPITAL

CUSTOS DE INSOLVÊNCIA

1. Incapacidade de proceder aos pagamentos prometidos
2. Transferência da propriedade dos activos dos sócios / accionistas para os credores
3. Conceptualmente a falência ocorre quando $CP = 0$, ou $A = D$

ESTRUTURA DE CAPITAL

CUSTOS DE INSOLVÊNCIA
(Financial Distress Costs)

O aumento do endividamento aumenta a probabilidade da empresa falir

Falência => Custos directos

Suspeita de Falência => Custos indirectos



Evidência empírica da teoria do Trade-off

- Alterações no endividamento afectam o valor da empresa
- Existem diferenças na estrutura de capitais entre sectores
- Há alguma evidência de que as empresas se comportam como tivessem um rácio Debt to Equity alvo.



ESTRUTURA DE CAPITAL

CUSTOS DE AGÊNCIA

1. **Divergência de interesses** entre

- Proprietários

- Evitar a falência

- Administradores

- Com interesses divergentes

- Credores

- Proteger valores dos activos, reduzindo controlo dos proprietários

2. Necessidade de criar mecanismos para minimizar os custos de agência

Assimetria de informação e Pecking-Order Theory

- Contrariamente ao postulado pela teoria do Trade-off:
 - Não há um rácio alvo “debt to equity” óptimo.
 - Empresas rentáveis parecem usar menos dívida.
 - As empresas gostam de manter uma folga financeira
- As empresas mais lucrativas pedem menos emprestado, não porque tenham menores rácios alvo “debt to equity”, mas porque não necessitam de financiamento externo.
- A teoria do Pecking-Order Theory defende que a empresa prefere contrair dívida que emitir acções se o financiamento interno for insuficiente.
- A preferência pelo financiamento com fundos internos também acontece porque assim podem ser obtidos sem serem enviadas mensagens adversas ao mercado



 **INSTRUMENTOS DE
FINANCIAMENTO POR
CAPITAL ALHEIO**



Financiamento por Capital alheio

Empréstimos bancários

Leasing

Empréstimo obrigacionista

Empréstimo externo

Project finance



Empréstimos bancários

Formalizados por um contrato de mutuo

Renda irregular

Função das possibilidades

Renda regular

Constante
Regressiva
Progressiva

Reembolso de uma só vez

Pagamento de
juros periódicos

Garantias reais

Hipotecas

Empréstimos bancários

Covenants: Condições às políticas da sociedade
 Padrões mínimos de desempenho
 Reduzir a possibilidade de incumprimento

Afirmativos	Negativos (limitações)
Aplicação dos fundos em determinados fins	Endividamento
Manter determinados indicadores financeiros	Dividendos
Requisitos de reporting	Aquisição de acções próprias
Respeito pelas leis	Fusões
Direitos de inspecção	Venda de activos
Manutenção de seguros	Investimentos em capital fixo
Contabilidade organizada	Amortizações antecipadas de passivos

Empréstimos bancários

All-in cost: Custo efetivo amortização do capital de uma só vez = y

$$C_0 \times (1 + is_c) = \sum_{t=1}^n \frac{C_0 \times r \times (1 + is_j)}{(1 + y)^t} + \frac{C_0}{(1 + y)^n}$$

Sendo:

y = amortização bullet

C_0 = valor do empréstimo

r = taxa de juro

n = Prazo

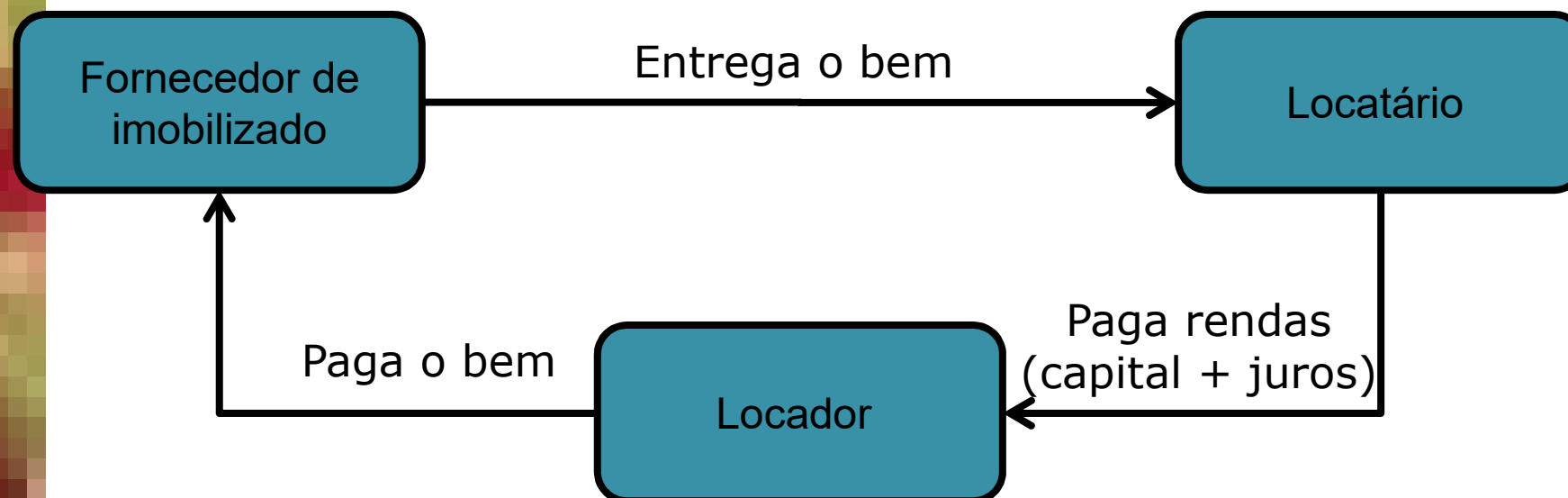
is_c = imposto de selo sobre abertura de crédito

is_j = imposto de selo sobre juros

Leasing

Acordo mediante o qual uma das partes (locador) proporciona à outra (locatário) a utilização de um bem por um período de tempo pré-fixado e mediante o pagamento de uma renda

Leasing mobiliário	18 meses ou mais
Leasing imobiliário	Mais de 7 anos

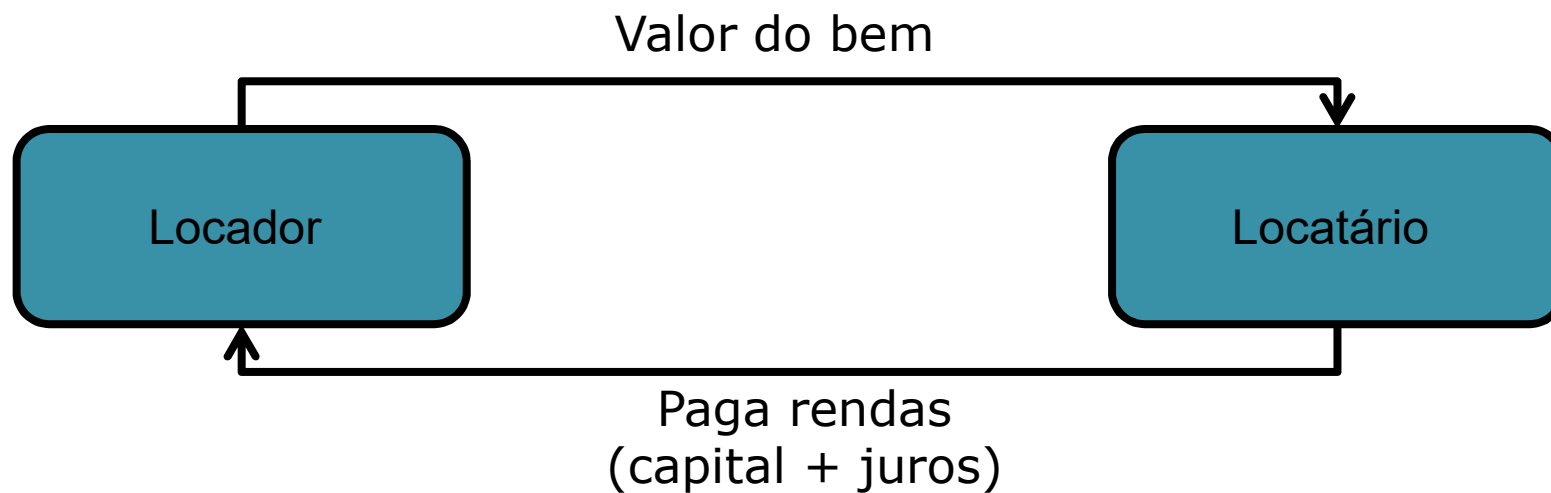


Leasing

Opções do contrato no final

1. Novo contrato sobre o mesmo bem
2. Opção de compra pelo valor residual
3. Devolver o bem

Lease back



Leasing

All-in cost:

$$C_0 = \sum_{t=1}^{n-1} \frac{T_t}{(1+y)^t} + \frac{VR}{(1+y)^n}$$

Sendo:

C_0 = valor do bem

n = Prazo

y = custo efectivo com rendas antecipadas

T_t = renda do momento t

VR = valor residual do contrato

Empréstimos obrigacionistas

Obrigação → Título de divida emitida por uma empresa para obtenção de capitais adicionais



- A empresa compromete-se com o obrigacionista a reembolsar o capital e pagar periodicamente juros
- Tal como nos empréstimos bancários também as obrigações podem ter covenants

Subscrição publica → Exige um volume mínimo de obrigações → 5.000.000 €

Subscrição privada {
1. Poupa custos relacionados com a CMVM
2. Tendência para covenants mais restritivas
3. Custos de colocação inferiores

Empréstimos obrigacionistas

Vários empréstimos obrigacionistas

Prioridades

Sénior

Com maior prioridade

Júnior

Com menor prioridade



Obrigações subordinadas

As obrigações podem ter cláusulas

1. Resgate antecipado do capital
2. Conversão em acções
3. Warrant também subscreve acções

Obrigações
Com call

Mais rendimento
obrigacionista

Empréstimo obrigacionista

All-in cost:

$$C_0 + PE - DE = \sum_{t=1}^n \frac{C_0 \times r}{(1+y)^t} + \frac{C_0 + PR}{(1+y)^n}$$

Sendo:

C_0 = valor nominal da emissão

PE = prémio de emissão

DE = despesas de emissão

n = Prazo

r = taxa do cupão (rendimento)

PR = prémio do reembolso



Empréstimo externo

Divisas: ***Currency***

Taxa de juro dada pelas condições de mercado na divisa

Pagamentos conhecidos na divisa externa, mas incertos na divida nacional

Variações cambiais

Comissão flat cobrada antecipadamente

		Ano 1	Ano 2	Ano3
	0,2500	0,2550	0,2601	0,2653
Capital		800.000	560.000	320.000
Amortização		240.000	240.000	320.000
Juro		40.000	28.000	16.000
Amortização	+	61.200	62.424	84.897
Juro	+	10.200	7.283	4.245
Dif cambio		4.000	2.856	1.664
E. Fiscal J e DC	-	5.680	4.056	2.364
E. Fiscal Com	-	565	565	565
Imp selo	+	612	437	255
E. Fiscal IS	-	245	175	102
Out flow		65.522	65.348	86.364

As diferenças de cambio são os valores contabilizados como custos, mas apenas são relevantes para calcular os efeitos fiscais, pois são custos que não dão origem a saídas de fluxos