

WORKING PAPERS

Investigação - Trabalhos em curso - nº 110, Outubro de 2001

AVALIAÇÃO DE PMEs E GESTÃO DE RISCO

José Rodrigues Jesus

Luís M. Rocha

Rui Couto Viana



FACULDADE DE ECONOMIA

UNIVERSIDADE DO PORTO

www.fep.up.pt

AVALIAÇÃO DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E GESTÃO DE RISCO

JOSÉ RODRIGUES JESUS, LUÍS M. ROCHA E RUI COUTO VIANA

Faculdade de Economia do Porto
Rua Dr. Roberto Frias
4200-464 Porto, Portugal

email: jesus.r@mail.telepac.pt, lrocha@fep.up.pt, coutoviana@fep.up.pt

ABSTRACT

Using the Free Cash-Flow method in the valuation of small or medium enterprises is far different from the valuation of their larger counterparts: firstly, it's important to make some adjustments to the financial statements, in order to predict the future cash-flows; secondly, the calculation of the weighted average cost of capital is rather subjective. Risk-management practices may have important effects not only in the future cash-flows, but also in the cost of capital.

Key-Words: Valuation; Small and Medium Enterprises; Risk Management

RESUMO

A avaliação de uma P.M.E. ou de uma Grande Empresa são processos bem diferentes. As Demonstrações Económico-Financeiras de P.M.E.'s devem ser objecto de vários ajustamentos, tendo em vista a estimativa de fluxos de tesouraria futuros e a determinação da taxa de actualização é subjectiva. As políticas de Gestão do Risco podem afectar não só a previsão de fluxos futuros, como também as taxas de retorno exigidas para os capitais próprios e alheios.

Palavras Chave: Avaliação de Empresas, P.M.E.'s, Gestão do Risco.

ÍNDICE

1. - Introdução.....	1
2. - A Avaliação de uma Pequena ou Média Empresa	2
2.1. - Previsão dos Fluxos de Tesouraria Futuros.....	3
2.2. - Determinação da Taxa de Actualização	7
2.2.1. - Capital Alheio	7
2.2.2. - Capital Próprio.....	8
2.3. - Ajustamentos Finais.....	10
3. - A Gestão do Risco.....	10
3.1. A Gestão do Risco e o Valor da Empresa.....	11
3.1.1. A Diversificação Pode Ser um Pressuposto?.....	11
3.1.2. Efeitos da Gestão do Risco nos Fluxos de Tesouraria.....	12
3.1.2.1. As Decisões de Investimento	12
3.1.2.2. Os Impostos	15
3.1.2.3. Os Custos de Transacção	15
3.1.2.4. O Comportamento dos Gestores	16
3.2. - Gestão do Risco e Dimensão da Empresa: Evidências Empíricas.....	17
4. Conclusão	18
BIBLIOGRAFIA	19

1. INTRODUÇÃO

Num mundo em que há muito trabalho e cada vez menos empregos, a Economia está cada vez mais dependente das Pequenas e Médias Empresas, nomeadamente da sua capacidade de criação de emprego e da sua grande flexibilidade como instrumentos para pôr em prática a capacidade empreendedora e inovadora. Tal facto é patente:

- no desenvolvimento, por parte dos Governos, de instrumentos de política económica vocacionados para a criação e o apoio ao desenvolvimento destas estruturas empresariais (realce-se o espírito do Programa Operacional da Economia, em Portugal);
- no papel determinante que as Pequenas e Médias Empresas desempenharam, quer nos Estados Unidos, quer numa Europa de Leste em recuperação e em transição para um novo sistema de organização da economia, no período posterior à queda do Muro de Berlim;
- no êxito de algumas destas empresas na área da informática, das telecomunicações e de outras "tecnologias de ponta" - *Microsoft, Amazon, Yahoo*, entre outras, são histórias de sucesso que, de uma forma quase imediata, assaltam a nossa memória recente.

Com a importância acrescida destas organizações na Economia, são também maiores as necessidades de avaliar estas empresas, em face das numerosas compras e vendas de partes (ou da totalidade) do respectivo capital.

À primeira vista, este universo das **Pequenas e Médias Empresas** e a **Gestão do Risco**, parecem ser de difícil compatibilização. Contudo, a falta de associação entre estes dois conceitos não é mais do que uma entre várias evidências da necessidade de adaptação de uma Teoria Financeira, nascida e desenvolvida com base nas Grandes Empresas cotadas em Bolsa de Valores, à realidade bem diversa das Pequenas e Médias Empresas.

Constitui então, objectivo deste trabalho trazer alguns contributos teóricos para o processo de avaliação de Pequenas e Médias Empresas, pelo Método do Rendimento, pondo em evidência a medida em que **uma Gestão do Risco activa pode influenciar não só os fluxos de tesouraria futuros, como também a taxa de actualização a usar.**

2. A AVALIAÇÃO DE UMA PEQUENA OU MÉDIA EMPRESA

As características específicas de uma Pequena ou Média Empresa têm implicações profundas no seu processo de avaliação. Na realidade, a leitura das Demonstrações Económico-Financeiras, a interpretação de indicadores, e a própria aplicação dos métodos de avaliação mais comuns são actividades que têm de ser adaptadas a um contexto caracterizado por uma forte interdependência entre a "esfera pessoal" do empresário e a "esfera empresarial" e por uma grande liberdade de "construção" da contabilidade, beneficiando da informalidade dos relacionamentos e da inexistência de auditores externos.

Em termos gerais, a aferição do valor de uma empresa pode ser efectuada recorrendo a diferentes métodos, uns mais aplicáveis do que outros, em função das circunstâncias. Porém, no contexto específico das Pequenas e Médias Empresas, todos eles deparam com dificuldades, nalguns casos mesmo inultrapassáveis. Assim:

- o "**Método Patrimonial**" colide com a eventual inexistência de património concreto, dado que, em muitos casos, é comum a essência deste tipo de organizações assentar em activos intangíveis, como, por exemplo, as características pessoais do proprietário-gestor;
- a "**Avaliação Comparativa**", com recurso a "múltiplos de mercado" não é possível, seja pelas "características exclusivas" da empresa, seja pelas diferenças induzidas pelo próprio factor dimensão. Sliwoski (1999) sugere a utilização de bases de dados históricos das transacções efectuadas, aplicando, posteriormente, relações entre as vendas e os preços; todavia, um método deste tipo é demasiado simplista, ao considerar um único factor (v.g., o volume de vendas), num cenário em que as influências sobre o valor da empresa podem resultar de diversos elementos e ainda ao ignorar todas as futuras alterações nos "multiplicandos", sejam estes quais forem;
- os métodos de avaliação "mais recentes", tentativas de resposta à cada vez maior importância dos **Activos Intangíveis**, não dispensam uma "base de informação sólida", que implica o acesso a dados que vão muito além dos geralmente contidos nos Relatórios Financeiros. Casos exemplares desta necessidade são as tentativas de avaliação do "Capital Intelectual" de uma empresa ou o "Balanced Scorecard";

- os modelos baseados na **actualização dos dividendos** futuros (como o Modelo de Gordon), não são aplicáveis às Pequenas e Médias Empresas, organizações que, na generalidade dos casos, não distribuem os resultados, tendo em vista o autofinanciamento das suas actividades.

Perante este cenário, a avaliação de uma Pequena ou Média Empresa acaba por ter de basear-se na actualização dos fluxos de tesouraria futuros da empresa. No entanto, a realização desse trabalho implica superar obstáculos, quer na estimativa dos fluxos futuros, quer na forma de cálculo da taxa de desconto. Algumas dessas barreiras resultam do facto de as Demonstrações Financeiras de uma Pequena ou Média Empresa não serem, propriamente, uma "fonte de informação exacta"; outras decorrem da dificuldade em encontrar valores de referência que sustentem o processo de avaliação.

2.1. PREVISÃO DOS FLUXOS DE TESOURARIA FUTUROS

Pensando no "funcionamento interno" das Pequenas e Médias Empresas e recolhendo alguns contributos nos trabalhos de Levin e Travis (1987), Ang (1992), Osteryoung *et al.* (1997), Neves e Henriques (1999), apresenta-se uma lista de factores indutores de inexactidão nas Demonstrações Económico-Financeiras destas organizações:

- os **Activos Fixos** são susceptíveis de estar subvalorizados ou sobrestimados: pode deparar-se com uma Pequena ou Média Empresa "formalmente" proprietária de um conjunto de bens que se destinam ao usufruto pessoal dos proprietários (automóveis, electrodomésticos, para não falar de imóveis), mas também existem situações de utilização gratuita, por parte da Pequena ou Média Empresa, de bens que integram o património pessoal dos seus proprietários (imóveis, objectos de arte, antiguidades). As consequências, nas projecções de fluxos de tesouraria, passam pelo ajuste das amortizações ou pela eventual "criação" de uma renda;
- as **Existências** são um "factor crítico", constituindo, provavelmente, a área mais difícil para o analista, dado o impacte fiscal associado à sua "definição". Intimamente associadas ao Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas, constituem instrumento privilegiado de manipulação do resultado contabilístico e fiscal, em organizações (como a maioria das Pequenas e Médias Empresas) que gozam de larga margem discricionária, na elaboração dos "Relatórios e Contas". É claro que uma contagem física pode minorar ou erradicar o problema, mas tal nem sempre é viável. As alternativas passam, então, por

efectuar comparações com médias do sector, ou pela análise da volatilidade de indicadores como a Margem Bruta ou o Tempo Médio de Existências e pelos consequentes ajustamentos;

- no que respeita às **Disponibilidades** e às **Dívidas de Terceiros**, é necessário ponderar a eventual existência de dívidas incobráveis e de "erros" nas rubricas de Caixa e seus equivalentes (decorrentes de confusões entre as contas da empresa e contas particulares). Nesta área, os problemas materialmente relevantes serão mais fáceis de detectar, medindo a dimensão relativa das classes, face ao Total do Activo;
- não é de menosprezar a possibilidade de subavaliação de **Passivos** (em termos de valor de mercado): os custos de financiamento podem ser mais baixos, como consequência de relacionamentos privilegiados entre a empresa e a banca, ou da concessão de garantias pessoais. Por conseguinte, deve indagar-se até que ponto estas condições se vão conseguir manter. No âmbito desta análise, deve ainda ser recordado que, num cenário caracterizado por uma certa dificuldade na obtenção de capitais alheios, passivos elevados podem ser, na maioria dos casos, sinónimo de dificuldades financeiras, em vez de manifestações de capacidade de endividamento;
- as contas que traduzem **relações com accionistas** ou pessoas próximas podem estar afectadas por dois tipos de distorções:
 - a consideração de créditos resultantes de "confusões" entre o património pessoal dos proprietários e o património da empresa, que se traduzem no financiamento de actividades pessoais dos seus sócios ou accionistas, tais como: consumos pessoais ou da família, pagamentos de impostos sobre o rendimento individual, compras de participações de outros sócios, entre inúmeras outras possibilidades; em casos deste tipo, é natural que se tratem de créditos "eternos";
 - o registo, nas dívidas a terceiros de "quase-capital"¹, ou seja, dívidas a terceiros (remuneradas ou não) que não passam de entradas de dinheiro dos proprietários que escolhem, de preferência, este "veículo" para "colocar" dinheiro na empresa, movidos:
 - por intuítos de eficiência fiscal;

¹ Conceito apresentado no trabalho de Ang (1992).

- por uma maior "reversibilidade" dos montantes investidos, caso sejam "configurados" como Passivos;
- pela ponderação dos elevados custos de transacção associados às emissões de capital social.

Na estimativa de fluxos de tesouraria deve admitir-se a possível incobabilidade dos créditos, bem como a eventual necessidade de substituir os suprimentos por capital próprio ou capital alheio remunerado;

- embora autores como Neves e Henriques (1999) façam referência a problemas decorrentes do incumprimento do "Princípio da Especialização dos Exercícios" (nomeadamente a consideração de custos apenas no momento do seu pagamento), salvo a excepção dos "Impostos Diferidos"², não é de crer que estas imperfeições contabilísticas tenham um efeito significativo nos fluxos de tesouraria futuros (até porque acabam por ser questões menos relevantes, raciocinando "em contínuo" e ignorando a segmentação da actividade económica em exercícios);
- as **Vendas e Prestações de Serviços** (sobretudo estas últimas) são susceptíveis de subdimensionamento (por razões de ordem fiscal, ou pelo facto de determinados custos estarem indexados ao volume de negócios³), mas também pode ocorrer o seu sobredimensionamento (principalmente em empresas que apresentem "prejuízos fiscais" acumulados, deve ser admitida a possibilidade de existência de facturação excessiva);
- os **Custos com o Pessoal** constituem outra área sensível;. também nesta classe de custos, surgem valores superiores ou inferiores à realidade; incluir-se-ão, no primeiro caso, os presumíveis pagamentos de "salários" a pessoas que, de facto, não trabalham na empresa (filhos, empregados particulares) ou o pagamento de compensações excessivas, considerando a quantidade ou a qualidade do trabalho prestado; englobar-se-ão, no segundo caso, a

² Os "impostos diferidos" podem resultar do aproveitamento de benefícios fiscais que levam ao adiamento do pagamento de imposto (veja-se o reinvestimento das mais-valias geradas na venda de bens do activo imobilizado corpóreo, que permite diferir o pagamento do imposto respectivo por um período de cinco anos). Em sentido inverso, pode citar-se o caso de um activo por imposto diferido, correspondente a prejuízos fiscais susceptíveis de dedução em lucros de períodos futuros.

³ Por exemplo, nos Centros Comerciais, a renda paga pelos comerciantes costuma ser proporcional (com um limite mínimo) ao volume de vendas. Se o cliente não solicitar documento comprovativo da venda e se deixarmos de lado considerações de ordem ética, parece "economicamente racional" não registar a venda, nos documentos oficiais da empresa.

possibilidade de o proprietário e, eventualmente, as pessoas da família estarem a trabalhar na empresa por salários inferiores ao seu "valor de mercado" (caso típico das Pequenas e Médias Empresas cujo objectivo principal é a sobrevivência), bem como as situações em que o poder de liderança, o carisma do empresário e mesmo a "cultura da empresa" (factores que sofrerão alterações, em caso de mudança da propriedade) conduzem à prática de "trabalho extraordinário", não remunerado; para projectar fluxos de tesouraria, há que proceder a correcções desta rubrica, aproximando-a dos "valores de mercado" e, só depois, estimar o seu crescimento;

- os **Fornecimentos e Serviços Externos** também devem ser objecto de correcção, tentando separar, na medida do possível, "custos empresariais" de "custos pessoais". São comuns "confusões" em rubricas de conservação e reparação, despesas de representação, deslocações e estadas, combustíveis, água, luz, telecomunicações, entre outras. Convém que o analista dê particular atenção às contas que se desviam das normas (média do sector, percentagem das vendas).

Efectuados estes ajustamentos, é necessário ainda:

- prever taxas de crescimento das vendas (tarefa mais difícil) e dos custos;
- orçar o investimento de substituição, tendo em conta o grau de desgaste do equipamento actual;
- e, sobretudo, quantificar o efeito dos Activos Intangíveis (Ang, 1992) no futuro desempenho da empresa; como se sabe, este tipo de activos pode constituir o bem mais valioso de uma Pequena ou Média Empresa, levando a que o seu valor de mercado radique nas características e experiência pessoais do proprietário, na organização criada, no valor humano dos colaboradores, na reputação, nos relacionamentos pessoais; em casos deste tipo, pode concluir-se, pura e simplesmente, que a empresa nada vale longe da "mão" dos seus actuais proprietários.

Refira-se, finalmente, que alterações na política (habitualmente passiva) de Gestão do Risco destas organizações podem ter influências profundas nos fluxos de tesouraria futuros. Num capítulo subsequente (cf. 3. A Gestão do Risco), serão apresentados alguns exemplos desses possíveis efeitos.

2.2. Determinação da Taxa de Actualização

Uma vez feito o cômputo dos Fluxos Gerados de Tesouraria, de acordo com os preceitos supramencionados, deve ser calculada uma taxa de actualização que resulta de uma média ponderada, em função da estrutura de capitais, do custo do Capital Alheio e do custo do Capital Próprio.

Osteryoung *et al.* (1997), bem como Heaton (1998), detêm-se na análise dos ajustamentos a realizar na determinação do custo do capital alheio e do custo do capital próprio, no contexto de Pequenas e Médias Empresas.

2.2.1. CAPITAL ALHEIO

Ao contrário do que acontece quando se pretende avaliar uma Grande Empresa, a "taxa de juro de mercado" não é um bom indicador do custo do capital alheio. Na verdade, uma Pequena ou Média Empresa não consegue obter fundos no mercado de capitais e, muitas vezes, nem sequer tem acesso a financiamento intermediado. A hipótese de "olhar para o lado" e utilizar o custo de capital de uma empresa semelhante como estimativa também não é aconselhável, pois estar-se-ia a ignorar todos os condicionalismos específicos subjacentes ao financiamento (v.g. concessão de garantias, bons relacionamentos pessoais com a Banca).

Em função do exposto, para calcular a taxa de retorno exigida pelos capitais alheios, o ideal é partir do custo histórico efectivo do financiamento anterior obtido pela empresa em análise, comparando-o com a taxa de mercado contemporânea, para empréstimos com a mesma duração. Desta forma, por diferença, será determinado o prémio pago pela empresa, como "compensação" pela iliquidez (no sentido de "não negociabilidade", em mercado secundário) da dívida e pelo seu risco.

Será que este prémio é uma variável independente? A empresa não terá à sua disposição formas de o reduzir?

No que respeita à iliquidez, as medidas no sentido de dinamizar um mercado secundário são caras e de retorno incerto; já no capítulo do risco, em muitos casos, é possível tomar medidas de gestão que diminuam a variabilidade dos fluxos de tesouraria e, conseqüentemente o risco. São muitas as empresas com uma política de seguros deficiente (não cobertura de determinados riscos, insuficiência dos capitais seguros) e serão ainda mais as que não recorrem a produtos financeiros derivados, deixando os

seus níveis de retorno flutuar ao sabor das tendências dos mercados cambiais ou dos mercados das matérias-primas que consomem. A implantação de políticas eficientes e activas nesta área terá certamente efeitos visíveis na redução do risco e, conseqüentemente, no custo do capital alheio. Existem estudos realizados tendo por base Grandes Empresas (Mayers e Smith, 1982) que concluem que estas, ao possuírem uma política activa de seguros, conseguem uma redução no preço exigido pelos detentores de capital alheio.

Para concluir e visto que o período de análise de um processo de avaliação é longo, refira-se que, na hipótese do tipo de financiamentos utilizado pela empresa ser fundamentalmente de curto prazo (como é "tradicional" nas Pequenas e Médias Empresas), deve ser introduzida uma outra correcção, equivalente ao diferencial, no mercado, entre taxas de curto prazo e de longo prazo (de fácil identificação, numa "Yield Curve").

Em resumo, a partir do custo histórico do capital alheio (modificado pelo possível efeito de alterações na forma de encarar a Gestão do Risco) e da previsível evolução das taxas de juro de mercado, efectuam-se os ajustamentos correspondentes a diferentes "maturidades", calculando, desta forma, a taxa de retorno exigida para os capitais alheios.

2.2.2. CAPITAL PRÓPRIO

A forma mais comum de determinação do custo dos capitais próprios é através do "Modelo de Avaliação dos Activos Financeiros" (MAAF), que se assume, em Finanças Empresariais, como o meio mais importante de captar a relação entre retorno e risco e de a aplicar à avaliação de um activo. Neste modelo:

$$\text{Taxa de Retorno Exigida} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_f - Taxa de Retorno de um Investimento sem Risco

R_m - Taxa de Retorno de Mercado

β - Medida de risco sistemático que incorpora a volatilidade do investimento e a correlação entre a evolução do investimento e a evolução do mercado

O MAAF tem como um dos seus pressupostos a possibilidade de diversificação, por parte dos investidores. Acontece que uma Pequena ou Média Empresa constitui, normalmente, uma aplicação não diversificada (cf. 3.1.1. A Diversificação Pode Ser um Pressuposto?), o que vem comprometer a aplicabilidade do modelo.

Para contornar este problema, McMahon e Stanger (1985) defendem, com algum entusiasmo, o Modelo de Avaliação dos Activos Financeiros Generalizado (GCAPM), proposto por Levy (1990)⁴. Em síntese, pode mencionar-se que este modelo "segmenta" o mercado, não considerando uma "carteira global" e respectivo retorno, mas sim uma "carteira enviesada", em função da ausência de diversificação, por parte do investidor e o retorno desse segmento (sector de actividade). Assim, estaria encontrada a solução para o frequente problema da concentração do capital financeiro e humano do proprietário de uma Pequena ou Média Empresa "num único cesto". A questão que se coloca é a de saber se é possível encontrar esta medida de retorno do "tal segmento" de investimento. Em que dados se devem basear esses cálculos?

- Valores "homónimos" de empresas cotadas? Vos (1992a) recomenda, de forma convicta, a não adaptação de informação proveniente de Pequenas e Médias Empresas cotadas a empresas não cotadas.
- Elementos contabilísticos da empresa e do sector? Vos (1992b) também tentou calcular um β contabilístico⁵, mas a verdade é que não teve grande sucesso⁶.

Não parece ser possível efectuar este cálculo com base, exclusivamente, em elementos objectivos. Por um lado, o conceito de risco nas Pequenas e Médias Empresas é diferente, incluindo diversos factores de natureza não sistemática (a própria dimensão da organização, a importância e a mais forte dependência em relação ao proprietário-gestor e ao "Capital Humano", a "focalização" num segmento de actividade mais específico, a base de clientes mais reduzida, a concorrência, a tecnologia, entre muitos outros). Pelo outro, há o problema da falta de liquidez dos títulos representativos do capital de uma Pequena ou Média Empresa.

Perante este cenário, a alternativa passa pelo recurso a alguma "sensibilidade e bom senso" e adicionar à taxa obtida, a partir do MAAF, prémios que compensem o efeito dos factores referidos.

A "sensibilidade" e o "bom senso" referidos terão que ser profundamente influenciados por uma correcta aferição da exposição da empresa a diferentes riscos. Mais uma vez,

⁴ Levy, H. (1990), "Small Firm Effect: Are There Abnormal Returns in the Market?", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 5, Nº 2, pp. 235-276.

⁵ Ou seja, uma medida de volatilidade que não tem por base a variação do valor das cotações, no mercado, mas antes a variação do retorno dos capitais próprios (Resultado Líquido dividido pelo Total do Capital Próprio) entre dois períodos contabilísticos sucessivos.

⁶ Recorde-se a "fragilidade" da informação contabilística que já foi objecto de referência.

limitar a variabilidade dos retornos, utilizando seguros e produtos financeiros derivados, é uma actividade com consequências extremamente positivas ao nível da "margem" a adicionar à taxa de retorno obtida para os capitais próprios.

A título de curiosidade, refira-se que a generalidade dos autores que vêm sendo citados é unânime na definição de um intervalo, para a taxa de retorno exigida dos capitais próprios de Pequenas e Médias Empresas, que oscilará entre os 20% e os 50%.

2.3. - AJUSTAMENTOS FINAIS

Seguidos os passos propostos nos capítulos 2.1. Previsão dos Fluxos de Tesouraria Futuros e **2.2. Determinação da Taxa de Actualização**, estão criadas as condições para avaliar uma Pequena ou Média Empresa. É claro que o valor obtido, como em qualquer outro caso, é apenas uma orientação, ajustável em função de, por hipótese, se estar a adquirir uma participação minoritária (ajustamento no sentido descendente) ou de se comprar o controlo dos desígnios da empresa (ajustamento no sentido ascendente).

A necessidade de efectuar estes ajustamentos não é exclusiva do "universo" das Pequenas e Médias Empresas. Contudo, aqueles terão tendência a assumir uma maior amplitude, em função da menor protecção dos interesses minoritários (e, por conseguinte, o maior valor de uma posição de controlo), neste tipo de organizações.

3. A GESTÃO DO RISCO

Na perspectiva da avaliação de uma Pequena ou Média Empresa, pelo Método do Rendimento, a Gestão do Risco foi apontada como condicionante do valor atribuído a estas organizações, devido ao seu efeito nos fluxos de tesouraria futuros (cf. 2.1. Previsão dos Fluxos de Tesouraria Futuros), mas também pelas suas consequências ao nível das taxas de retorno exigidas quer para o capital alheio (cf. 2.2.1. Capital Alheio), quer para o capital próprio (cf. 2.2.2. Capital Próprio).

O conceito de Gestão do Risco utilizado deve ser entendido no seu sentido mais amplo. Assim, as políticas de Gestão do Risco abrangem um conjunto diversificado de instrumentos de cobertura. A empresa pode efectuar uma política de gestão do risco activa mediante a contratação de seguros (de diversos ramos), a utilização de instrumentos financeiros, como os derivados, ou mesmo através de decisões de natureza operacional, como a mudança de instalações ou de fornecedor de matérias-primas.

Os instrumentos financeiros derivados têm uma aceitação generalizada no meio empresarial por duas razões: pelos reduzidos custos de transacção envolvidos e pela flexibilidade da sua utilização. Deste modo, as Pequenas e Médias Empresas usam, frequentemente, instrumentos derivados “de balcão” do tipo fixações de câmbio e de taxa de juro garantidas (Rocha, 2000).

3.1. A GESTÃO DO RISCO E O VALOR DA EMPRESA

Ao longo dos anos têm surgido vários estudos sobre os incentivos da empresa à realização da gestão do risco. Todos eles afirmam que esta aumenta o valor da empresa, divergindo, no entanto, na forma como tal é conseguido.

3.1.1. A DIVERSIFICAÇÃO PODE SER UM PRESSUPOSTO?

Uma das questões que se podem levantar sobre este assunto está relacionada com a razão para que uma empresa cubra os riscos a que está exposta, sendo certo que os seus proprietários o poderiam fazer através da diversificação dos seus investimentos. A Teoria das Carteiras (Markowitz, 1952) indica que, devido ao facto de os investidores poderem gerir sem custos o risco não sistemático⁷ através da diversificação, a taxa de rendibilidade exigida da empresa não irá depender do risco total, mas sim do risco sistemático⁸.

Assim sendo, instrumentos de cobertura que incidam fundamentalmente sobre riscos diversificáveis não diminuem a taxa de rendibilidade exigida da empresa cujos proprietários detêm carteiras diversificadas. Se o valor da empresa resulta da soma dos seus fluxos gerados de tesouraria actualizados à taxa de rendibilidade exigida pelos investidores, e a gestão do risco, como foi visto, não influencia essa taxa de rendibilidade, então o valor criado para a empresa pela gestão do risco advém do facto de esta permitir aumentar os fluxos de tesouraria esperados.

Situação diversa é a que se verifica no universo das Pequenas e Médias Empresas. E isto porque as Pequenas e Médias Empresas constituem, não raras vezes, a aplicação exclusiva do "capital humano" e "capital financeiro" do proprietário-gestor

⁷ O risco não sistemático é aquele que pode ser potencialmente eliminado através da diversificação da carteira de investimentos. Este risco assume também, a designação de risco único, de risco residual ou de risco diversificável.

⁸ O risco sistemático ou risco de mercado é aquele que o investidor não pode evitar por mais que diversifique os seus investimentos.

(normalmente, a mesma pessoa, ao contrário do que acontece nas Grandes Empresas). Sendo assim, o pressuposto de capacidade de diversificação supracitado não é aplicável.

Neste contexto, a não diversificação do investimento (característica típica das carteiras de investimento dos proprietários de Pequenas e Médias Empresas) dá origem à necessidade de ponderar a existência de factores de risco não sistemático, quando o objecto de estudo da Teoria Financeira se cinge ao conjunto das Pequenas e Médias Empresas.

Perante estas circunstâncias, a gestão do risco pode aumentar o valor de uma Pequena ou Média Empresa por duas vias: pelo aumento dos fluxos gerados futuros e pela redução da taxa de retorno exigida na actualização dos fluxos gerados futuros.

Importa agora, esclarecer de que forma a Gestão do Risco aumenta o valor da empresa independentemente da sua dimensão.

3.1.2. EFEITOS DA GESTÃO DO RISCO NOS FLUXOS DE TESOURARIA

De acordo com o paradigma de Modigliani e Miller (1958), as decisões de financiamento da empresa - incluindo as de gestão de risco - não afectam o seu valor, desde que as suas decisões de investimento sejam consideradas como dados e que não existam impostos ou custos de transacção.

Reformulando o paradigma, se as decisões de financiamento da empresa - incluindo as de gestão do risco - afectam o valor da empresa, então, isto acontece devido ao efeito que produzem nos impostos, nos custos de transacção ou nas decisões de investimento, que, por sua vez, afectam os fluxos de tesouraria esperados da empresa.

3.1.2.1. AS DECISÕES DE INVESTIMENTO

Se um accionista ou obrigacionista de uma Grande Empresa, com uma carteira diversificada, não se preocupa com as perspectivas de perdas não cobertas relativamente a parcelas da carteira, o mesmo não se pode afirmar se essas perdas forem materialmente avultadas e afectarem a probabilidade de insolvência da empresa, através de significativas reduções nos valores operacionais da mesma. Já numa Pequena ou Média Empresa, aquela preocupação está sempre presente, dada a falta de diversificação da carteira do proprietário anteriormente referida (cf. 3.1.1. A Diversificação Pode Ser um Pressuposto?)

Nesta situação, duas considerações são pertinentes. A primeira refere-se ao facto de as perdas registadas afectarem os meios financeiros totais disponíveis pela empresa. Em segundo lugar, e como os fluxos gerados de tesouraria são calculados antes dos custos financeiros, o valor da empresa pode ser visto como a soma dos direitos dos detentores do capital próprio e de capital alheio. A partilha desse valor por estes dois grupos pode criar problemas que, em última instância, conduzirão à redução do valor da própria empresa.

As empresas com dificuldades financeiras, para além dos custos directamente associados, suportam custos indirectos. Uma fonte destes custos indirectos é o problema potencial de não investimento, proveniente do conflito de interesses entre os accionistas e os obrigacionista (Myers, 1977). Os gestores da empresa com responsabilidades a taxas fixas elevadas e actuando em nome dos interesses dos proprietários não adoptam, por vezes, projectos de investimento com valor actual líquido positivo, uma vez que este seria utilizado, em grande parte, para reduzir a posição dos credores, não beneficiando os detentores do capital.

Com referência ao tema do investimento, pode dizer-se que grandes perdas não cobertas provocam uma redução no valor da empresa, uma vez que aumentam as probabilidades de ruptura financeira e, conseqüentemente, de não realização de investimento.

Vários são os autores que analisam as questões ligadas ao problema do não investimento, inicialmente desenvolvido por Myers (1977). Mayers e Smith (1982), ao estudarem os incentivos para a procura de seguros pelas empresas, consonantes com a moderna teoria financeira, chegaram, entre outras, à conclusão de que a aquisição de seguros pode permitir superar o problema de não investimento referido. Os detentores do capital alheio têm consciência da existência do problema do não investimento já referido, reflectindo esse facto no preço por eles exigido pelo capital fornecido, compensando assim, mediante uma elevação de preço, potenciais transferências de valor dentro da empresa. Desta forma, os restantes grupos de interesse - accionistas e gestores - serão motivados a encontrarem garantias compensadoras daquela elevação do preço. A existência de uma específica e eficiente cobertura com seguros é uma das possíveis "garantias" que podem ser oferecidas aos detentores de capital alheio. Ao adquirir um instrumento de gestão do risco (o seguro), a empresa está a contribuir para a tomada de decisões de investimento que aumentam o valor da empresa.

Smith e Stulz (1985) examinaram os determinantes da política de cobertura do risco das empresas, nomeadamente, o efeito das políticas de cobertura nas decisões de investimento de grandes empresas com capital disperso. Segundo estes autores, existem duas formas através das quais o mercado cria incentivos para a empresa possuir uma política de cobertura do risco. A primeira relaciona-se com a empresa que recorre a empréstimos com frequência e que, se tiver a reputação no mercado do uso desta política de gestão do risco, consegue beneficiar, ao obter nova dívida a mais baixo custo. A segunda forma traduz-se no facto de a cobertura do risco poder reduzir os custos de ruptura financeira impostos pela concessão de garantias ou pela celebração de convénios com os credores, que impedem os accionistas de adoptarem, em certos casos, os comportamentos esperados. Por exemplo, a existência de determinadas garantias obriga a empresa a alterar a sua política de investimento⁹.

Apesar de este estudo se direccionar para as Grandes Empresas e não termos conhecimento de um estudo aplicado a Pequenas ou Médias Empresas, as suas conclusões parecem perfeitamente coerentes com estas últimas (cf. 2.2.1. Capital Alheio).

Para Froot, Scharfstein e Stein (1993) a gestão do risco é uma actividade, em si mesma, directamente de valor acrescentado nulo. O valor criado é obtido com a possibilidade, conferida pela gestão do risco, de a empresa optar pelos investimentos que julga correctos. Estes autores concluem que, sem uma política de cobertura de risco, as empresas poderão ser forçadas a entrar em problemas de não investimento, em determinadas fases da sua existência, por se tornar demasiado dispendiosa, ou até impossível, a angariação externa de fundos. Concluem ainda que, pelo facto de os custos de angariação de fundos externos serem mais elevados do que no caso de angariação interna, a cobertura do risco beneficia a criação de valor para a empresa, ao possibilitar a existência interna de fundos suficientes para que esta aproveite as oportunidades de investimento mais atractivas. A aplicabilidade desta ideia às Pequenas e Médias Empresas ainda é maior, dada a sua grande dependência em relação a soluções de autofinanciamento (a abertura a capitais externos é sempre um processo complexo, em organizações de menor dimensão).

⁹ Os autores citam o caso da existência de cláusulas de vencimento imediato nos empréstimos obrigacionistas de forma a salvaguardar os interesses dos detentores do capital alheio.

3.1.2.2. OS IMPOSTOS

Utilizando novamente o paradigma de Modigliani e Miller, muitos foram os autores que estudaram a existência de impostos como um dos incentivos à cobertura do risco, uma vez que estes potenciavam o valor da empresa.

Smith e Stulz (1985) defendem que os impostos são um ótimo incentivo para que as empresas cubram o risco a que estão expostas. Se as taxas marginais efectivas de imposto de empresa forem uma função crescente do valor da empresa antes de impostos, então o valor da empresa após impostos é uma função côncava do valor antes de impostos. Quando a empresa cobre o risco a que está exposta, diminui a variabilidade (inerente à existência do risco) do seu valor antes de impostos, e, assim, o valor esperado do montante de impostos a entregar vai reduzir-se e o valor esperado da empresa depois de impostos aumenta.

A lógica inerente à gestão do risco apresentada é bastante simples. Se a taxa efectiva de imposto é convexa, nos anos em que o rendimento colectável é reduzido, a taxa efectiva de imposto será baixa, verificando-se o contrário nos anos em que o rendimento colectável é elevado. Portanto, se a empresa cobrir o rendimento colectável, o aumento de imposto nos anos de rendimento elevado será menor que a redução de imposto nos anos de rendimento baixo e, conseqüentemente, a responsabilidade esperada de impostos será menor.

Ao contrário de outros casos, a utilização do factor "impostos", como elemento explicativo da forma como a Gestão do Risco pode afectar o valor das Pequenas e Médias Empresas parece ser menos aconselhável. Na verdade, dada a maior "flexibilidade" na elaboração das Demonstrações Económico-Financeiras, estas empresas não costumam figurar entre aquelas que enfrentam "facturas fiscais" elevadas.

3.1.2.3. OS CUSTOS DE TRANSACÇÃO

Smith e Stulz (1985) estudaram a relação existente entre os custos de transacção da falência e a cobertura do risco por parte da empresa. Os custos de transacção provenientes de uma situação de ruptura financeira induzem a empresa com o capital disperso a cobrir o risco. Considere-se uma empresa endividada que paga impostos sobre fluxos de tesouraria líquidos dos pagamentos dos juros dos obrigacionistas. Se o valor nominal da dívida for, no vencimento, superior ao valor da empresa, os

obrigacionistas recebem o valor nominal da dívida menos os custos de transacção da falência; se o valor nominal da dívida for inferior, os accionistas recebem o valor da empresa menos os impostos e a dívida. Logo, quanto mais baixos forem os custos de transacção esperados, maiores serão os valores entregues, quer aos accionistas, quer aos obrigacionistas da empresa. Através da redução da variabilidade do futuro valor da empresa, a cobertura do risco reduz a probabilidade de incorrer em custos de falência, beneficiando accionistas e obrigacionistas. Como é sabido, estes custos assumem uma dimensão relativa maior para as Pequenas e Médias Empresas, pelo que este poderá constituir um factor de importância significativa.

3.1.2.4. O COMPORTAMENTO DOS GESTORES

Stulz (1984) afirma que as políticas de cobertura do risco são uma consequência da aversão ao risco por parte dos gestores das empresas. Enquanto os accionistas podem diversificar a sua carteira de investimentos, o que os torna indiferentes à cobertura do risco por parte da empresa, os gestores e, sobretudo quando eles próprios possuem capital da empresa (situação muito frequente, no âmbito das Pequenas e Médias Empresas), não podem fazer o mesmo. Deste modo, os gestores conseguem fazer melhor (sem custos adicionais para os accionistas) através da redução da variabilidade do valor total da empresa.

Campbell e Kracaw (1987) desenvolveram uma teoria que estabelece uma relação entre o bem-estar dos accionistas e a realização de seguros sobre riscos não sistemáticos. A sua teoria sugere que os accionistas beneficiam com os seguros ou coberturas realizados pelos gestores mas, para tal acontecer, os incentivos contratuais dados pelos primeiros aos gestores têm de antecipar a extensão da cobertura ou devem poder ser ajustados às actividades de cobertura. Os gestores, ao adquirirem seguros, estão a funcionar como agentes dos accionistas e o problema contido nesta relação específica faz parte do problema global de agência entre os accionistas e os gestores. De acordo com os autores, os gestores usualmente seguram em maior extensão do que os accionistas e essa diferença de extensão seria função do montante de acções que os gestores detêm na empresa.

Breeden e Viswanathan (1996) defendem uma teoria diferente, apesar de se basear, igualmente, no comportamento dos gestores. Estes autores apresentam um modelo que constitui um veículo indirecto para os gestores comunicarem as suas aptidões. A

decisão de cobrir ou não cobrir e as expectativas do mercado relativamente a este facto afectam a inferência que o mercado faz dos lucros da empresa.

Pressupondo que os gestores se preocupam unicamente com a sua reputação profissional e que não detêm qualquer participação no capital da empresa, os autores concluem que os gestores com elevadas capacidades cobrem o risco. No entanto, os gestores com menores capacidades cobrem o risco somente quando a diferença de capacidades, relativamente a outros gestores, é baixa e não o cobrem quando a diferença é elevada. Quando a diferença é elevada, a política de cobertura é informativa e os gestores menos capazes preferem não cobrir desde que exista a possibilidade de conseguirem lucros elevados.

Os autores acrescentam, depois, a hipótese de os gestores deterem capital da empresa. Os gestores com elevadas capacidades e que detêm capital não realizam coberturas, a não ser que exista uma diferença, face aos restantes gestores, de capacidades significativas. Quando fazem coberturas, o valor da opção que possuem de abandonar a empresa funciona como um custo de sinalização. Um gestor com elevada capacidade sabe que o seu desempenho vai ser melhor do que o dos outros, o que reduz a probabilidade de falência da sua empresa e, por conseguinte, reduz o valor da opção de abandono. No caso do gestor com menor capacidade, a empresa tem maior probabilidade de falência, o que aumenta o valor da opção de abandono. Consequentemente, o valor da opção aumenta os incentivos do gestor com capacidades elevadas de realizar cobertura.

Ao contrário de outras teorias, defende-se que as políticas de cobertura do risco não são formas de eliminar todos os riscos a que a empresa está exposta mas somente aqueles onde os gestores ou a empresa não possuem uma vantagem especial. Ao actuarem desta forma, os gestores pretendem reduzir a variabilidade do seu desempenho. Assim, perante condições e riscos onde eles efectivamente controlam o seu desempenho, não gerem o risco.

3.2. - GESTÃO DO RISCO E DIMENSÃO DA EMPRESA: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Block e Gallaher (1986) e Nance, Smith e Smithson (1993) afirmam nos seus estudos que as grandes empresas são mais propensas a utilizarem derivados do que as pequenas empresas. A ideia de os derivados serem produtos que não estão ao alcance de todos, leva a que somente grandes empresas contratem gestores com capacidades para

desenvolverem e gerirem um programa de cobertura. Os resultados dos dois estudos são compatíveis com a existência de custos de transacção significativos e de economias de informação.

4. CONCLUSÃO

A avaliação de uma Pequena ou Média Empresa pelo Método do Rendimento é um processo bem diferente da aferição de valor de uma Grande Empresa.

Na verdade, ao tomar como base, para a previsão de fluxos de tesouraria futuros, Demonstrações Económico-Financeiras menos fiáveis (em função das razões anteriormente apontadas), cria-se a necessidade de ponderar uma série de possibilidades e de efectuarem vários ajustamentos sobre esses elementos contabilísticos. Por sua vez, a determinação da taxa de retorno exigida é uma tarefa que, no domínio das Pequenas e Médias Empresas também envolve uma boa dose de subjectividade, nascida da dificuldade em quantificar os efeitos da presença de riscos não sistemáticos.

Perante este quadro geral, argumenta-se que, em contextos caracterizados pelo predomínio de Pequenas e Médias Empresas - e ao contrário do que seria de prever, tendo em conta a forma passiva como habitualmente estas organizações encaram os diferentes riscos a que estão expostas -, a gestão activa do risco pode acrescentar valor, não só através do seu efeito nos fluxos de tesouraria futuros (indo de encontro aos preceitos da Teoria Financeira), mas também pela sua influência redutora sobre a taxa de custo do capital (neste ponto, contrariando uma Teoria Financeira nascida e desenvolvida com vocação para as Grandes Empresas), como resultado da inexistência de diversificação nas carteiras dos proprietários-gestores de Pequenas e Médias Empresas e do conseqüente aparecimento de factores de risco sistemático.

BIBLIOGRAFIA

- ANG, James S. (1991), "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 1, pp. 1-13.
- ANG, James S. (1992), "On the Theory of Finance for Privately Held Firms", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 3, pp. 185-203.
- BLOCK, Stanley B. e GALLAHER, Timothy J. (1986), "The Use of Interest Rate Futures and Options by Corporate Financial Managers", *Financial Management*, Outono, pp. 73-78.
- BREEDEN, Douglas e VISWANATHAN, S. (1996), "Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model", *Investigação - Trabalhos em Curso*, Nº 9719, Duke University.
- CAMPBELL, Tim S. e KRACAW, William A. (1987), "Optimal Managerial Incentive Contracts and the Value of Corporate Insurance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Setembro, Vol. 22, nº 3, pp. 315-328.
- COLQUITT, L. Lee (1997), "Determinants of Corporate Hedging Behavior: Evidence from the Life Insurance Industry", *Journal of Risk and Insurance*, Dezembro, Vol. 64, Nº 4, pp. 1-19.
- EDVINSSON, Leif e MALONE, Michael S. (1997), *Intellectual Capital*, Londres: Judy Piatkus Limited.
- FROOT, Kenneth, SCHARFSTEIN, D. e STEIN, J. (1993), "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies", *Journal of Finance*, Vol, 48, pp. 1629-1658.
- GRAHAM, John e SMITH, Clifford W. (1996), "Tax Incentives to Hedge", *Investigação - Trabalhos em Curso*, Nº 9713, The Fuqua School of Business, Duke University.
- HEATON, Hal B. (1998), "Valuing Small Businesses: The Cost of Capital", *The Appraisal Journal*, Vol. 66, Nº 1, pp. 11-16.
- LECORNU, Mark R., RICHARD G. P. MCMAHON, DAVID M. FORSAITH e ANTHONY M. J. STANGER (1996), "The Small Enterprise Financial Objective Function: An Exploratory Study", *Journal of Small Business Management*, Vol. 34, Nº 3, pp. 1-14.
- LEVIN, Richard I. e VIRGINIA R. TRAVIS (1987), "Small Company Finance: What the Books Don't Say", *Harvard Business Review*, Vol. 65, Nº 6, pp. 30-32.
- MAYERS, David e SMITH Jr., Clifford W. (1982), "On the Corporate Demand for Insurance", *Journal of Business*, Vol. 55, Nº 2, pp. 281-296.
- MARKOWITZ, Harry (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, Vol. 7, pp.77-91.
- MCMAHON, Richard G. P., SCOTT HOLMES, PATRICK J. HUTCHINSON, DAVID M. FORSAITH (1993), *Small Enterprise Financial Management: Theory and Practice*, Sydney, Australia: Harcourt Brace.
- MCMAHON, Richard G. P. e ANTHONY M. J. STANGER (1995), "Understanding the Small Enterprise Financial Objective Function", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 19, Nº 4, pp. 21-40.
- MODIGLIANI, F. e MILLER, M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Junho, Vol. 48, pp. 333-391.

- MYERS, Stewart C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175.
- NANCE, Dean R., SMITH, Clifford W. e SMITHSON, Charles W. (1993), "On the Determinants of Corporate Hedging", *Journal of Finance*, Março, pp. 267-284.
- NEVES, João Carvalho das e Alexandra HENRIQUES (1999), "The Wealthy Resource in Small Family Businesses: An Exploratory Study", Comunicação Apresentada no 29º Seminário Europeu de Pequenas Empresas, Cascais, Portugal, 15 a 17 de Setembro de 1999.
- NOLAN, Paul e PATTON, Dean (1999), "Business Banking Without a Business Banking Relationship: Is There a Market Niche Within the Small Firm Sector", Comunicação Apresentada no 29º Seminário Europeu de Pequenas Empresas, Cascais, Portugal, 15 a 17 de Setembro de 1999.
- OSTERYOUNG, Jerome S., Derek L. NEWMAN e Leslie George DAVIES (1997), *Small Firm Finance - An Entrepreneurial Analysis*, Forth Worth, Texas: The Dryden Press.
- PETTIT, R. Richardson e Ronald F. STINGER (1985), "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*, Vol. 14, Nº 3, pp. 47-60.
- ROCHA, Luís Miranda da (2000), *A Teoria Financeira no Contexto das Pequenas e Médias Empresas: O Caso do Sector Têxtil e de Vestuário em Portugal*, Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais apresentada na Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- SLIWOSKI, Leonard J. (1999), "Alternatives to Business Valuation Rules of Thumbs for Small Businesses", *The National Public Accountant*, Vol. 44, Nº 2, pp. 8, 40.
- SMITH, Clifford e STULZ, René M. (1985), "The Determinants of Firms' Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Dezembro, Vol. 20, Nº 4, pp. 391-405.
- SMITH, Clifford (1995), "Corporate Risk Management: Theory and Practice", *Journal of Derivatives*, Vol 2, Verão, pp. 21-30.
- STULZ, René M. (1984), "Optimal Hedging Policies", Vol. 19, Nº 2, Junho, pp. 127-140.
- TUFANO, Peter (1995), "Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry", Investigação - Trabalhos em Curso, Harvard Business School.
- VIANA, Rui Couto (1999), *Considerações Sobre o Sistema de Controlo Interno na Utilização dos Derivados*, Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- VOS, Edward A. (1992a), "Unlisted Businesses are not Financial Clones of Listed Businesses", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 16, Nº 4, pp. 57-68.
- VOS, Edward A. (1992b), "Differences in Risk Measurement for Small Unlisted Businesses", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 3, 255-267.
- WALL, L.D. e Pringle, J.J. (1989), "Alternative Explanation of Interest Rates Swaps: An Empirical Analysis", *Financial Management*, Vol. 18, pp. 119-149.
- WELSH, John A. e Jerry F. WHITE (1981), "A Small Business is not a Little Big Business", *Harvard Business Review*, Vol. 59, Nº 4, pp. 18-32.