



## Editorial



Professora Maria Carlos P M Annes

### **Caçadores de sonhos**

Hoje, tal como há seis anos atrás, quando iniciamos este projeto, continuamos a perseguir um sonho nomeadamente porque, como referia António Gedeão (por coincidência um poeta professor!): **“Sempre que um homem sonha o mundo gira e avança”**.

Gostaríamos que o mundo, a cada ano que passa, fosse um lugar melhor, mas sobretudo **gostaríamos que o ISCAL e o Curso de Finanças Empresariais fossem a cada ano que passa cada vez melhores.**

Naquele que é o primeiro editorial deste ano

letivo, gostaríamos de destacar:

O sucesso das quatro conferências realizadas no ano passado, com um total de cerca de 700 participantes.

Os alunos que terminaram a licenciatura, a eles os nossos parabéns, mas não esqueçam que:

- estudo e aquisição de conhecimentos é um processo sem fim (“work always in progress”) para toda a vida;
- adaptando Aristóteles mais uma vez (esperamos que nos perdoem o abuso das citações): “a busca da excelência não é um ato isolado, mas uma maneira de viver”.

Para alguns desses coloca-se o desafio do mestrado, ou o de uma carreira e, para outros, a aposta na junção das duas alternativas, o que não sendo fácil é exequível (**“Yes you can”**).

A colocação dos nossos alunos ainda antes da conclusão do curso em algumas empresas nacionais e internacionais (de consultoria, auditoria, financeiras, etc...) enche-nos de orgulho, assim como a manutenção no de elevados níveis de sucesso, não apenas estatístico, mas sobretudo a nível de reconhecimento pelo mercado (**por isso perseguimos o sonho**).

**Sem as empresas e o seu reconhecimento não existiríamos.** Ao contrário do que algumas vezes se possa pensar só **existimos porque:**

- **a nossa qualidade é reconhecida pelo “mercado”;**
- **os nossos professores sabem aliar, no essencial, conhecimento teórico, capacidade de aplicar esse conhecimento à realidade, criando valor;**
- **procuramos sempre rever criticamente o presente, procurando identificar formas de melhoria;**
- **porque nos orgulhamos da nossa história, mas recusamos acomodar-nos.**



Por tudo isto, **somos caçadores de sonhos** e continuamos a perseguir os sonhos com que iniciamos este projeto seis anos atrás.

**Orgulhamo-nos de ser ISCAL**

**Orgulhamo-nos de ser Finanças Empresariais**

**Orgulhamo-nos de perseguir a utopia, de sermos caçadores de sonhos**

A Direção

Maria Carlos Annes

Arménio Breia

---

## **Índice**

Análise de empresas ou reciclagem de demonstrações financeiras? .....	3
Estrutura de Capitais .....	10
Responsabilidade Penal das Sociedades, seus Administradores e Gestores.....	26

---

## **Ficha Técnica:**

Coordenação: Direção do Curso de Finanças Empresariais

Redatores: Professor Arménio Breia

Professora Leopoldina Almeida

Professora Maria João Escudeiro

Assessor de Coordenação:

Professor Cândido Peres

Monitor Jorge Severino

Monitor Pedro Santos



## Análise de empresas ou reciclagem de demonstrações financeiras?



Professor Arménio Breia

### Algumas questões prévias:

- O que é a insolvência?
- Como caracterizar uma empresa falida?
- Será a análise financeira uma “fotografia” a preto e branco?
- A falência, na maior parte dos casos, é consequência de um “tsunami” ou doença prolongada?
- Grandes volumes de passivo (e concentração num grande número de credores) leva a atraso no

reconhecimento da falência? (“**até que a morte nos separe**”!!)

- Os relatórios de gestão, as demonstrações financeiras e estimativas e critérios associados preveem sempre “céu limpo” mesmo quando há sinais evidentes de “trovoada”?
- Como identificar e avaliar **indicadores contraditórios**? (crescimento/prejuízos; liquidez “razoável” e capitais próprios muito baixos)
- É possível desenvolver **metodologias “padrão”** de análise de empresas ou, pelo contrário, este é um exercício onde predominam **aspectos subjetivos**, onde a capacidade, experiência e sentido crítico do analista desempenham um papel essencial?

### **Insolvência, continuidade – “the show must go on”**

Uma definição simples e óbvia é a **incapacidade sistemática** de solver compromissos.

Claro que as exceções são inúmeras, sendo fácil encontrar empresas com capital próprio negativo que se “arrastam” durante muitos anos, numa agonia prolongada.

Mais uma vez as citações incontornáveis de Brealey, Myers e Allen (Corporate Finance):

- **insolvência financeira sem falência** – “nem todas as empresas em dificuldades vão à falência: desde que a empresa possa ser capaz de angariar disponibilidades suficientes para (pelo menos aparentemente) pagar os juros do endividamento pode ser capaz de adiar (formalmente) a falência durante uns anos “;
- **ganhar tempo** – “há várias maneiras sinuosas por exemplo através de alterações contabilísticas, esconder a verdadeira extensão das dificuldades, encorajando falsas esperanças de recuperação e efetuando cortes em “algumas despesas”.

Existem muitas empresas com capital próprio formalmente positivo, mas em situação de total rotura financeira. Em alguns casos basta analisar **os relatórios de auditoria e as reservas constantes dos mesmos**.

Como exemplo desta situação poder-se-ia citar o grupo SLN/Galilei (detendo o BPN até 2008) que durante vários anos após a “nacionalização” do BPN manteve nos seus ativos um montante associado ao valor desta participação. Bastava ler, no relatório de auditoria, a primeiras das várias



reservas associadas à emissão da opinião de auditoria para perceber que o montante de capital próprio constante das demonstrações financeiras seria “anulado” por estas “correções”. Assim, calcular qualquer rácio onde entrasse o valor do capital próprio seria não só um absurdo como uma perda de tempo.

Recordamos que as reservas na certificação legal das contas poderão corresponder a erros materialmente importantes, distorções, contingências, não conformidades com normativos contabilísticos aplicáveis.

### **Importância do conhecimento do negócio e da empresa**

O que pode transformar duas empresas com muitos **indicadores similares** em **duas realidades completamente diferentes** passa, em muitos casos, pelo conhecimento do negócio e da empresa (elementos qualitativos).

Alguns aspetos relevantes a analisar:

- principais **segmentos de negócio** e respetiva repartição geográfica;
- **dependência** de clientes, fornecedores, mercados;
- principais **ameaças e oportunidades**;
- **pontos fortes e fracos associados** (principais recursos utilizados, organização e constrangimentos existentes);
- principais acionistas e ligações;
- **grupos formais e informais** (estes últimos, não constando das contas consolidadas são muitas vezes a chave para perceber os riscos e distorções dos elementos financeiros);
- “história” – visão crítica da evolução dos “**crescimentos**” **contraditórios**.

### **Demonstrações financeiras - visão crítica e alguns aspetos metodológicos**

Os eventuais **indicadores de alarme (red flags)** resultantes da leitura crítica das demonstrações financeiras poderão apontar incongruências, valores não razoáveis, mas não são obviamente a evidência de qualquer irregularidade.

Estes indicadores poderão ser fundamentais não só na análise de alguns rácios, mas também para perceber alguns fatores críticos.

Numa primeira análise é importante identificar:

- rúbricas com **maior peso relativo** no balanço e na demonstração de resultados;
- idem em relação às **variações mais relevantes**.

Deverão ainda, numa leitura articulada entre vários indicadores, identificar-se eventuais “**contradições**” (pelo menos aparentes). Exemplo:

- resultados operacionais negativos, mas resultados líquidos positivos;
- endividamento elevado (autonomia financeira muito reduzida ou negativa) e taxas de juro muito baixas;



- rendimentos financeiros significativos em simultâneo com endividamento relevante ou mesmo capital próprio negativo;
- elevados montantes de depósitos em “contradição” com endividamento elevado (em termos relativos);
- resultados elevados sem correspondência nos cash flows;
- desproporção entre saldos de terceiros e volume de negócios;

Algumas das incongruências não correspondem a irregularidades contabilísticas, mas revelam aspetos chave da análise. Exemplos:

- **resultado operacional negativo, mas resultado líquido positivo à custa de operações extraordinárias** de desinvestimento ou resultados financeiros não sustentáveis;
- **capital próprio diminui num ano de resultados líquidos positivos** (variações patrimoniais e ajustamentos efetuados diretamente em capital próprio como ajustamentos de conversão cambial); isto chama a atenção para a informação constante das demonstrações de rendimento integral e das variações do capital próprio.

## **Grupo Martifer – estudo de caso**

### **Alguns elementos caracterizadores**

- crescimento “meteórico” entre 2006 e 2009;
- entrada em bolsa em 2007, com um prémio de emissão de 186 milhões de euros (num capital próprio total de 285 milhões no final desse ano, contra 71 milhões no ano anterior);
- sinais de desinvestimento relevante a partir de 2009;
- ciclo de resultados operacionais negativos (antes de gastos financeiros!!) desde 2009;
- existência de resultados extraordinários muito relevantes (não recorrentes e não repetíveis) ao longo dos últimos 10 anos; isto permitiu que em alguns anos (2009 e 2017 por exemplo) os resultados líquidos fossem positivos apesar dos resultados negativos de exploração corrente (antes de gastos financeiros);
- o capital próprio atinge valores negativos a partir de 2016 (cerca de 37 milhões de euros quer em 2016 quer em 2017).

### **Alguns cuidados a ter numa análise prévia dos elementos financeiros (2017)**

É importante salientar que os elementos referidos não dispensam a leitura da informação constante dos relatórios das empresas.

- não obstante o valor dos resultados líquidos evidenciado na demonstração de resultados consolidados (3,7 milhões de euros), os capitais próprios apresentam-se quase inalterados entre 2016 e 2017, significando que o valor dos resultados “positivos” foi compensado por variações contrárias noutras rúbricas do capital próprio: as demonstrações de rendimento integral e alterações no capital próprio ajudam na análise da situação;
- um resultado operacional negativo (antes de gastos financeiros) “transforma-se” após correções extraordinárias num resultado líquido positivo;



- a nota 12 das demonstrações financeiras permite perceber o caráter obviamente extraordinário dos rendimentos financeiros; num total de 13,9 milhões de euros, cerca de 12,1 milhões de euros incluem um “ganho” (“extraordinário”!) relativo a “amortização” de dívida com desconto” (perdão da dívida, embora justificado com renegociação financeira);
- os auditores identificam, entre outras, como matéria relevante de auditoria, o valor (bruto) a receber de clientes e outros devedores de 133,7 milhões de euros, para os quais estão constituídas imparidades de 22 milhões de euros;
- como referido na nota 27, em depósitos bancários estão incluídos valores sujeitos a restrições (Angola – 8,3 milhões de euros) associadas à crise financeira deste país;
- o grupo não identifica nas contas a rubrica de resultados transitados; os prejuízos acumulados nos últimos anos foram acumulados na rubrica reservas (isto conduziu a que os primeiros prejuízos (2010) foram “amortecidos” pelo valor positivo das reservas;
- o valor acumulado dos prejuízos (em reservas) foi em 2017 compensado (reduzido) pela anulação do prémio de emissão das ações (colocadas no mercado em 2007) no montante de 186 milhões de euros.

**Alguns comentários “positivos” dos relatórios** que deverão ser lidos de forma articulada, contextualizada, evitando apreciações excessivamente “bondosas”:

- **ênfase repetida na liquidez** – sendo verdade que o grupo tem fundo de maneo positivo e liquidez superior à unidade, mesmo com capital próprio negativo(!) tal deve-se no essencial, à renegociação e reestruturação da dívida;
- **destaque sistemático da redução da dívida** – sendo verdade em valor absoluto (euros) não é razoável emitir qualquer opinião que não evidencie um valor relativo (esta é a base da análise centrada em rácios); assim, é verdade que a dívida total (euros) é menor, fruto da aplicação do encaixe de desinvestimentos, mas apenas fará sentido a análise articulada com outros valores (Ativo, EBITDA, Vendas, etc.); de notar por exemplo que o rácio de autonomia financeira decresce sistematicamente desde 2009 (tendo passado de cerca de 31% em 2009 a valores negativos (2016 e 2017)).

**Alguns rácios relevantes para a análise da evolução do Grupo**

- Rotação do Ativo – permite avaliar o crescimento desproporcionado que pode caracterizar uma situação de “overtrading” e “overinvestment”; entre 2006 e 2009 as vendas duplicaram, mas o ativo aumentou mais de quatro vezes (!);
- Price Book Value – este rácio, sendo na maior parte das empresas superior à unidade, foi no caso Martifer, entre 2009 e 2013 bastante inferior a um, refletindo as estimativas de perdas pelo mercado;
- Passivo Remunerado comparado com o EBITDA ou com o Resultado Operacional identificando o número de anos (“previsível”) de pagamento da dívida;
- Rendibilidade Operacional das Vendas – avaliando a “eventual” capacidade de absorção de gastos financeiros, bem como a sustentabilidade (nível mínimo de sobrevivência”).



## **Questões para reflexão**

- A situação atual é consequência no essencial de “overinvestment”, “overtrading” ou crise económica e financeira?
- Processos de reestruturação (alargamento de maturidades) ou aumento de capital social (são o elemento essencial da viabilidade e sustentabilidade económica e financeira?)

## **Grupo TAP – estudo de caso**

### **Alguns elementos caracterizadores**

- Processo de privatização parcial no final de 2015 (61% Atlantic Gateway e 39% Estado – Parpública);
- Acordo renegociado em 2017 passando a TAP, SGPS a ser detida em 50% pela Parpública 45% pela Atlantic Gateway e 5% pelos trabalhadores (peso relevante dos pilotos);
- Na sequência da privatização, os acionistas privados efetuaram 224 milhões de euros de prestações suplementares; foi ainda concretizado um empréstimo obrigacionista (90 milhões pelos acionistas privados e 30 milhões pelo Estado);
- Os segmentos de negócio mais relevantes, na perspetiva da análise de resultados históricos, são a aviação, manutenção Brasil e handling aeroportuário;
- Os fatores críticos mais relevantes em função do peso relativo na demonstração de resultados são os gastos com o pessoal e materiais e serviços consumidos (88% das vendas).

### **Alguma informação financeira relevante**

- Entre 2009 e 2017 o capital próprio total passou de 204 milhões de euros negativos para 475 milhões de euros negativos; se não tivessem sido efetuadas as prestações suplementares pelos acionistas privados, o capital próprio (negativo) atingiria os 700 milhões de euros;
- Os Ativos Fixos Tangíveis passaram de 1.188 milhões de euros em 2009 para 607 milhões em 2017;
- As vendas de 2010 (2.315 milhões de euros) apresentam variações pouco relevantes para 2016 (2.289 milhões de euros), mas já 2017 marca um aumento relevante (para 2.934 milhões de euros);
- A rubrica Goodwill, relativa, no essencial, à aquisição da Portugália ao Grupo Espírito Santo e da Manutenção Brasil (ex-Varig) atravessa todo o período 2009 – 2016 sem grandes variações, refletindo assim a expectativa de lucros associada às respetivas participações financeiras (!);
- No final de 2016, o goodwill associado à Manutenção Brasil era de 109 milhões de euros; em 2017 este montante foi reduzido em 22 milhões de euros devido ao reconhecimento de imparidades e ainda desvalorização cambial de 15 milhões de euros;
- Os resultados transitados em 2009 eram de 220 milhões de euros, atingindo os 676 milhões em 2017;



- Para os resultados consolidados (positivos) em 2017 de 23 milhões de euros, contribuíram 100 milhões da TAP SA (segmento aviação); obviamente existem outros segmentos (Brasil) cujos prejuízos historicamente absorvem os resultados da aviação;
- Até 2012 existiu um outro segmento gerador de prejuízos – Grounforce (handling aeroportuário); em 2012 esta empresa foi parcialmente privatizada (50,1%), passando a gerar lucros a partir de 2013; em 2017 a SPDH (Grounforce ) registou um lucro de 8,7 milhões de euros;
- Só em 2017 o Brasil foi responsável por prejuízos de 25 milhões de euros na Aeropar Participações e 50 milhões euros na Manutenção e Engenharia Brasil;
- Do plano estratégico de 2015-2020 constam os eixos estratégicos
  - renovação e expansão de todas as frotas;
  - melhoria das eficiências operacionais;
  - reposicionamento dos negócios da manutenção e engenharia (Portugal e Brasil).
- Claro que o primeiro eixo estratégico dificilmente será realizável sem uma profunda reestruturação financeira (apenas iniciada com a privatização parcial e consequente entrada de fundos);
- O crescimento da frota (8 aviões entre Dezembro de 2016 e Dezembro de 2017) foi parte importante do crescimento das vendas; neste caso a reestruturação financeira foi fundamental para desencadear parte da reestruturação operacional;
- Para compreender a evolução da frota e dos ativos fixos tangíveis é importante ver a nota 4 anexa às demonstrações financeiras sobre a composição da frota em 2017; num total de 99 aviões, 65 são locação operacional ou equiparada (não sendo evidenciados como ativos); mais do que uma opção estratégica esta é uma opção “imposta” pela situação financeira do grupo; claro que esta decisão financeira e as consequências contabilísticas associadas afeta rácios como a rotação de ativos, autonomia financeira, endividamento, rendibilidade operacional do ativo, margem ebitda entre outros.

## Perceber a evolução histórica

- Grounforce – (SPDH) – só entre 2009 e 2011 acumulou 83 milhões de euros de prejuízos;
- Os prejuízos acumulados pela Grounforce no Balanço de 2011 (antes da privatização parcial) atingiam 132 milhões de euros;
- A partir da venda (parcial) em 2012 ao grupo Urbanos/Pasogal a empresa SPDH passou a ter lucros de forma consistente;
- Só os prejuízos associados à manutenção Brasil atingiram os seguintes montantes em milhões de euros:

2017	(50)
2016	(32)
2015	(40)
2014	(23)
2013	(41)
2012	(50)
2011	(63)
2010	(75)



- Nos dados anteriores foi ignorado o efeito Aeropar Participações Brasil;
- O valor acumulado dos prejuízos Brasil e SPDH explica grande parte da degradação de capitais próprios do Grupo entre 2009 e 2017;
- Adicionalmente 91 milhões de euros de perdas não recorrentes, no essencial relativas a perdas cambiais na Venezuela, ajudam a explicar alguns aspetos da evolução.

### **Algumas questões (sem resposta?)**

- Quais as consequências do atraso na privatização da TAP e da Groundforce?
- Como seria a “fotografia” atual se as decisões tivessem sido tomadas antes (da Troika)?
- Como conseguiram dois grupos com dificuldades financeiras (Martifer – Capital Próprio negativo desde 2016 e resultados operacionais negativos desde 2009 e Urbanos – alvo de um processo de revitalização/recuperação) gerar resultados positivos em duas áreas de negócio cronicamente “deficitárias”?  
(A Martifer arrendou as instalações dos Estaleiros Navais de Viana do Castelo gerando resultados positivos na operação e o Grupo Urbanos/Pasogal conseguiu gerar lucros na Groundforce SPDH, desde 2013).



## Estrutura de Capitais



Professora Leopoldina Almeida

### 1. Introdução

A estrutura de capital de uma entidade é «[a] composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa» (Brealey, Myers e Allen, 2007: 445), ou seja, o peso relativo dos capitais próprios e dos capitais alheios nas origens de fundos.

Segundo Damodaran (2004:399) «as empresas podem usar dívida ou património líquido para financiar investimentos. [...] [Existindo, dentro destes,] uma variedade de instrumentos e veículos de financiamento que podem ser utilizados.»

O objetivo máximo de uma empresa é a criação de valor para os detentores do capital. Operando a empresa dentro de um determinado nível de risco e de rentabilidade, o tema Estrutura de Capitais está relacionado com a melhor combinação entre capital próprio e capital alheio que maximize o seu valor.

### 2. Teorias sobre estruturas de capital

Esta temática ganhou relevo nos anos 50 quando Franco Modigliani e Merton Miller publicaram, em junho de 1958 o artigo *The Cost of Capital, the Theory of Investment* na *The American Economic Review*. Para estes investigadores só as decisões de investimento eram relevantes e o valor da empresa dependia do valor dos seus ativos e das suas oportunidades de crescimento.

Modigliani e Miller (MM) (1958) apresentaram a ‘proposição I’, defendendo que o valor da empresa é, em certas condições, independente da estrutura de capital. No entanto, este teorema tinha subjacente um conjunto de pressupostos irrealistas: condições de endividamento idênticas para empresas e para investidores e mercados de capitais perfeitos - inexistência de impostos sobre os lucros e pessoais, inexistência de custos de transação e de falência e inexistência de assimetria de informação e custos de agência do capital próprio e da dívida.

Na proposição II

MM reconhecem que o endividamento aumenta a taxa de rendibilidade esperada dos investimentos dos accionistas. Mas também aumenta o risco das acções da empresa. MM demonstram que o aumento do risco é exactamente compensado pelo aumento da rendibilidade esperada, o que deixa os accionistas nem melhor nem pior. (Brealey *et al.*, 2007: 462)

Em 1963 Modigliani e Miller reviram o Teorema, considerando a existência de impostos sobre os lucros. Admitindo que o rendimento das sociedades é tributado, então o valor da empresa endividada é superior ao da empresa não endividada, devido ao acréscimo introduzido pelo efeito dos benefícios fiscais resultantes da introdução da dívida, isto porque os juros são uma despesa fiscalmente dedutível.

Perante estas conclusões poder-se-ia depreender que as empresas para maximizarem o seu valor financiar-se-iam, na sua totalidade, com capitais alheios, o que não se afigura razoável, dado que traria problemas relacionados com sobre-endividamento.



Uma vez que os mercados reais são imperfeitos, a teoria da irrelevância da estrutura de capitais defendida por estes investigadores começou a ser contestada por outros autores, tendo surgido a teoria Clássica, preconizada por Myron Gordon.

*I have presented theory and evidence which lead to the conclusion that a corporation's share price (or its cost of capital) is not independent of the dividend rate. [...] MM[...] have the opposite view, and they argued their position at some length in a recent paper. Moreover the tone of their paper made it clear that they saw no reasonable basis on which their conclusion could be questioned. Since they were so sure of their conclusion, it would seem advisable for me to review carefully my thinking on the subject (Gordon, 1963: 264).*

Os tradicionalistas defendem que, de início, o endividamento aumenta o custo do capital próprio mais lentamente do que o defendido por Modigliani e Miller, mas que cresce de forma acelerada com o endividamento excessivo. Se assim for, o custo médio ponderado do capital pode ser minimizado se se utilizar o montante correto de endividamento. (Brealey *et al.*, 2007)

No conjunto das diversas teorias sobre estruturas de capitais surgidas a partir da década de setenta, sobressaíram as três seguintes: *Static Trade-off Theory*; *Pecking Order Theory* e Teoria Organizacional (Teoria de Agência).

Um conjunto alargado de outras pesquisas empíricas foram surgindo na tentativa de identificar os fatores determinantes da estrutura de capital: *market timing*, comportamentais, baseadas nos preços das ações, no posicionamento estratégico e nas características dos produtos.

A literatura sobre a estrutura de capitais tem privilegiado variáveis relacionadas com características específicas das empresas: tangibilidade, tamanho, risco, rendibilidade, taxa de imposto, benefícios fiscais, oportunidades de crescimento, entre outros. Embora estas sejam os determinantes mais apontados na literatura, existem outro tipo de determinantes: variáveis setoriais, variáveis macroeconómicas, variáveis de desenvolvimento financeiro e variáveis de qualidade das instituições (Martins e Terra, 2014).

A relação esperada entre estes determinantes e o endividamento varia de acordo com diferentes abordagens teóricas.

## Static Trade-off Theory

Como referido acima, Modigliani e Miller (1963) consideraram a existência de impostos sobre os lucros. Tendo em conta que o rendimento das sociedades é tributado e que os juros são uma despesa fiscalmente dedutível, então o valor da empresa endividada é superior ao da empresa não endividada, devido ao acréscimo introduzido pelo efeito dos benefícios fiscais (*tax shields*) resultantes da introdução da dívida, ou seja, ao usar dívida a taxa efetiva de imposto sobre os lucros diminuiria.

Mais tarde, Miller (1977) focou-se nos efeitos dos impostos sobre as empresas e sobre os indivíduos no rácio de endividamento (alavancagem). Tentou provar que a existência de benefícios fiscais faz com que as empresas prefiram financiar-se através de dívida. No entanto, mostrou que a alavancagem era ainda irrelevante nas escolhas da estrutura de capital das empresas.

Modigliani e Miller quando reviram a sua teoria consideraram os benefícios da dívida, mas não atenderam aos custos adicionais do endividamento. Existem variáveis importantes a considerar que levam as empresas a adotar níveis de endividamento mais moderados: os custos esperados de falência e os custos de agência.



A teoria do equilíbrio – *Trade-off-Theory* - compara as vantagens fiscais da dívida com os custos das dificuldades financeiras, procurando atingir uma dada estrutura de capital que maximize o seu valor. Essa estrutura é obtida quando as vantagens fiscais igualam o valor atualizado dos custos de falência. Os modelos baseados nos custos de falência surgiram com Kraus e Litzenberger (1973) e posteriormente com Scott (1976) e Kim (1978).

DeAngelo e Masulis (1980) mostraram que a estrutura de capital é relevante só em determinadas situações. Para além dos custos associados a elevados níveis de endividamento - custos de falência e perda de oportunidade de investimento em projetos economicamente viáveis - incorporaram outros custos relacionados com a perda da utilização de benefícios fiscais não associados à dívida (*non-debt tax fields*): gastos com depreciações, investigação e desenvolvimento e outras deduções fiscais associadas ao investimento.

Para estes investigadores as empresas mais lucrativas e com maiores rentabilidades têm um maior incentivo para o endividamento, porque beneficiam mais com as deduções fiscais e por, na perceção dos credores, terem melhores condições para cumprir com o serviço de dívida.

Segundo Soares (2008), a relação entre a estrutura de capital usada no investimento e o endividamento terá as seguintes consequências: (i) quanto maior o endividamento, maior tenderá a ser o custo do capital alheio. Isto porque se existe menor proporção de capital próprio que funciona como garantia do cumprimento das obrigações perante os credores, o risco de incumprimento aumenta, aumentando as taxas de juro de financiamento; (ii) quanto maior o endividamento, maior tenderá a ser o custo do capital próprio. Os acionistas correm mais risco financeiro ao investirem numa empresa mais endividada; (iii) quanto maior o endividamento maior tenderá a ser a taxa de rentabilidade obtida pelos capitais próprios, desde que a rentabilidade do ativo de exploração seja superior ao custo do capital alheio – efeito de alavancagem.

Damodaran (2004) sintetiza as vantagens e desvantagens da dívida. Uma empresa paga juros quando se endivida e beneficia pelo facto de esses juros serem dedutíveis fiscalmente (enquanto os dividendos pagos aos acionistas não o são). A existência da dívida por si só impõe uma determinada disciplina: os administradores para cumprirem o serviço da dívida (pagamento dos juros e capital) são obrigados a uma seleção mais criteriosa dos projetos em que investem.

Por outro lado a dívida pode acarretar custos indesejáveis caso os fluxos de caixa sejam insuficientes para cumprir o serviço da dívida. O não cumprimento leva à perda de controlo a favor dos financiadores, ao aumento do risco e do juro associado à mesma, coloca em causa a sua capacidade de endividamento futuro e leva à perda de flexibilidade e competitividade.

À medida que o endividamento aumenta, aumenta a probabilidade de falência e os custos inerentes à mesma, quer diretos (legais e administrativos), quer indiretos (perdas nas receitas decorrentes dos clientes perceberem que a empresa está com dificuldades financeiras, diminuição do poder negocial com fornecedores, perda de reputação, maior dificuldade em obter financiamento e atrair investidores,

Pode-se concluir que as empresas têm um limite de endividamento a partir do qual o efeito no valor da empresa é negativo, ou seja, destrói valor.

## Dynamic Trade-off Theory

Mais recentemente, alguns investigadores têm-se focado na velocidade e no processo de convergência das empresas até atingirem o seu rácio de endividamento alvo (Lemmon, Roberts e Zender, 2008; Huang e Ritter, 2009 e Antão e Bonfim, 2012).



Numa amostra de aproximadamente 48.000 empresas portuguesas (micro, pequenas, médias e grandes), entre 1990 e 2007, Antão e Bonfim (2012) estudaram a dinâmica das decisões relacionadas com estruturas de capital. Para além de terem testado a relação negativa entre rentabilidade e alavancagem também tentaram perceber se as empresas convergem para um rácio ótimo de endividamento (um dos principais aspetos da teoria *trade-off*).

Concluíram não só que as empresas convergem para um dado rácio de endividamento (rácio alvo), como também o fazem com uma velocidade superior à de outros estudos (Fama e French, 2002 e Huang e Ritter, 2009), talvez explicado pelo facto de a amostra incorporar um elevado número de pequenas empresas, sendo nestas a velocidade de ajuste superior. Conseguiram evidências consistentes (em todas as trajetórias consideradas) de que a velocidade de ajustamento decresce com o tamanho da empresa.

As empresas mais alavancadas baixam mais rapidamente o seu nível de endividamento em direção ao “ideal” (rácio alvo) do que as que têm de o aumentar (o nível de endividamento). Estes resultados foram também obtidos por De Jong, Verbeek e Verwijmeren (2011). Uma possível justificação será o facto de as empresas preferirem manter níveis de endividamento abaixo do seu rácio “ideal”, preservando capacidade de endividamento para usar em caso de necessidade.

A velocidade de ajuste é também afetada pelo *cash flow* gerado. Se as empresas tiverem mais *free cash flow* disponível demoram mais tempo quando têm que incrementar dívida para atingir o seu rácio alvo.

Outros autores como Oztekin e Flannery (2012) relacionam a velocidade de ajuste com as características institucionais das empresas e com os seus recursos jurídicos e financeiros: as melhores empresas têm menores custos de transação quando ajustam o seu nível de endividamento, enquanto, Mokhova e Zinecker (2014) a relacionam com as condições macroeconómicas do país onde as empresas operam.

### Assimetria de Informação

A política de financiamento das empresas é afetada pela imperfeição e assimetria de informação partilhada pelos diferentes agentes económicos. Os gestores das empresas (agentes internos) possuem informação privilegiada que os investidores (agentes externos) desconhecem e, ainda que o acesso à informação seja semelhante, a interpretação da mesma pode variar.

A assimetria de informação gerou duas correntes teóricas acerca da estrutura de capital das organizações: a teoria da sinalização e a teoria da hierarquia das fontes de financiamento (*Pecking Order Theory*).

### 3. Teoria da sinalização

Os gestores devem preocupar-se com a quantidade, qualidade e pertinência da informação económica e financeira que transmitem. Se por um lado essa informação é essencial para captar investidores, por outro pode ser aproveitada pelas empresas concorrentes (podendo pôr em causa a continuidade) no que se refere essencialmente ao valor dos ativos reais das empresas, estratégia de gestão, tecnologia e *design* dos produtos (Myers e Majluf, 1984).

A informação disponibilizada pelas empresas emite sinais ao mercado sobretudo através do nível de endividamento e da política de distribuição de dividendos.

A sinalização pelo nível de endividamento surgiu com Ross (1977): o endividamento pode influenciar as decisões de potenciais investidores. No modelo de Ross o endividamento aumenta positivamente com o valor da empresa, constituindo um sinal positivo para o mercado. Os



investidores acreditam que, ao endividarem-se, os gestores esperam que a empresa gere fluxos de caixa positivos que permitirão cumprir com o serviço de dívida.

Dado que os investidores não possuem, na maioria das situações, informação fácil, credível e sem custos sobre os resultados futuros das empresas, veem a política de distribuição de dividendos como um sinal sobre esses mesmos resultados. À partida, uma empresa não anuncia níveis de dividendos que não seja capaz de suportar com resultados e fluxos de caixa positivos, caso contrário incorreria em soluções dispendiosas ao reduzir os seus planos de investimento ou a obter financiamento pela emissão de obrigações ou novas ações (Brealey, Myers e Allen 2013). Assim sendo, o anúncio de distribuição de dividendos constitui um sinal positivo ao mercado, levando ao aumento do preço das ações, enquanto o anúncio de redução dos dividendos tem o efeito inverso.

Há, também por isso, uma tendência generalizada de não fazer variar bruscamente o nível de dividendos distribuídos. Uma determinada estabilidade na distribuição de dividendos está associada à sustentabilidade dos lucros.

Mantripragada (1976) debruçou-se sobre esta temática e concluiu que há investidores que preferem ações com dividendos estáveis, estando dispostos a pagar um prémio por essa estabilidade. Querem garantir um determinado nível de rendimento ajustado ao seu nível e necessidades de consumo. Para este tipo de investidores, alterações na política de dividendos pode fazer com que alienem as ações, incorrendo em custos extra de mudança das suas carteiras de investimento. Por outro lado, há investidores cujo objetivo é o ganho de capital e que não estão dispostos a pagar pela estabilidade do dividendo.

#### 4. Pecking Order - Teoria da hierarquia das fontes de financiamento

A teoria da hierarquia das fontes de financiamento, de que os gestores têm as suas preferências de financiamento hierarquizadas, surgiu pela primeira vez, em 1961, no estudo *Corporate debt capacity* de Donaldson (2000).

Em 1984, Myers e Majluf corroboraram com esta perspetiva, concluindo que as empresas preferiam os recursos internos retidos dos lucros, depois o financiamento alheio (emissão de passivo) e por último a emissão de fundos próprios (novas ações). Nesta teoria só são emitidas ações quando a capacidade de recurso ao crédito está esgotada e as dificuldades financeiras constituem uma ameaça. Essa emissão é encarada como uma informação negativa para os investidores, consequência da informação assimétrica existente.

Esta teoria valoriza a folga financeira: caixa, títulos negociáveis, ativos reais facilmente convertíveis em dinheiro e acesso rápido aos mercados de títulos ou a crédito bancário. A rapidez pressupõe níveis de endividamento considerados razoáveis por parte dos credores. Esta folga é tão mais importante quanto as oportunidades de investimento existentes com viabilidade económica, isto é, com valor atual líquido (VAL) positivo. No entanto, a folga financeira pode constituir um incentivo a práticas menos positivas por parte dos gestores, como já mencionado na teoria de agência. Pode levá-los a “abrandar o ritmo”, a aumentar os seus benefícios remuneratórios ou a adotar um “estilo fácil e ostensivo” (Brealey *et al.*, 2013). O endividamento e o consequente cumprimento do serviço de dívida podem constituir em si um desincentivo a este tipo de práticas, aumentando a eficiência dos gestores no uso dos recursos.

Os gestores sabem mais sobre as suas empresas do que os investidores externos no que diz respeito ao seu negócio: à situação atual, às perspetivas futuras, ao risco e à evolução previsível dos mercados. Dada a assimetria de informação, para Myers e Majluf (1984), o valor das ações da empresa no mercado pode estar subavaliado ou sobreavaliado.



Sendo uma missão dos gestores a defesa dos interesses dos acionistas atuais, estes podem rejeitar investir em projetos que, embora apresentem viabilidade económica (VAL positivo), obriguem a financiamento através de aumento de capital externo. É um problema de *underinvestment* (subinvestimento). Esta opção leva à desvalorização das ações dos anteriores acionistas e à apropriação, por parte dos novos, da riqueza gerada anteriormente.

Conscientes disto, os investidores encaram uma emissão de ações como uma má notícia, não só pelo referido anteriormente mas também como sinal de que o valor da empresa está sobreavaliado. Isto faz com que o valor das ações baixe após um anúncio de aumento de capital. Também justifica o facto de, à luz desta teoria, ser o último recurso de financiamento e, usando-o, que seja quando as ações estiverem sobreavaliadas. Ao utilizar recursos financeiros gerados internamente (autofinanciamentos) as empresas evitam a utilização de recursos subavaliados pelo mercado e o *underinvestment*.

Perante os factos apresentados anteriormente, nunca observaríamos emissões de capital. Não é o que se verifica, uma vez que há outros fatores a levar em conta.

Empresas que tenham já um passivo elevado (e em que aumentá-lo pudesse criar riscos consideráveis de incumprimento) têm boas razões para aumentar o capital emitindo ações, apesar dos mercados fazerem cair a sua cotação. É um preço a pagar pelo equilíbrio financeiro da empresa, reduzindo os custos de *financial distress* (dificuldades ou tensões financeiras).

Por outro lado, a única forma de crescer rapidamente é manter um rácio de endividamento conservador e, perante necessidades de financiamento, emitir capital próprio e manter níveis de liquidez elevados. Assim, empresas de alta tecnologia, elevado crescimento e com elevadas necessidades de investimento (que poderão perder oportunidades caso não invistam), empresas dominadas por ativos incorpóreos e onde os custos de falência e de dificuldades financeiras possam ser elevados, são emissores credíveis de capital (Brealey *et al.*, 2013).

É com base nesta teoria de hierarquia de fontes de financiamento que se «explica a razão por que as empresas mais lucrativas geralmente pedem menos dinheiro emprestado [...] por não precisarem de recursos externos.» (Brealey *et al.*, 2013: 427) Enquanto as empresas menos lucrativas recorrem a dívida por não disporem de fundos internos necessários ao seu investimento e porque este tipo de financiamento está em primeiro lugar na hierarquia do financiamento externo.

Fama e French (2002) observaram uma relação negativa entre lucros e alavancagem, variação consistente com a teoria de hierarquia das fontes de financiamento, embora no modelo assimétrico de informação de Ross (1977) se previsse uma maior alavancagem nas empresas mais lucrativas.

Os custos de emissão de capitais próprios são superiores aos de emissão de dívida e estes superiores aos do autofinanciamento (inexistentes), o que potencia esta hierarquização de preferências.

Também a política de impostos favorece esta hierarquização: a aplicação dos recursos gerados internamente e retidos na empresa escapam à tributação pessoal dos acionistas e o uso de dívida, em detrimento de emissão de ações, permite aproveitar o benefício fiscal associado à dedutibilidade dos juros nos rendimentos das empresas.

Baskin (1989) testou a teoria *pecking order*, em 378 empresas americanas entre 1960 e 1972. Concluiu que a rentabilidade influencia negativamente e de forma significativa o endividamento (a curto e médio prazo), enquanto este é influenciado positivamente pelo crescimento e pela continuação da política de dividendos (política seguida no passado). Ou seja, a distribuição de dividendos diminui os fundos gerados internamente e, dada a assimetria de informação, ao



aumento do financiamento (em detrimento da emissão de ações). Aspetos que corroboram esta teoria.

Também Frank e Goyal (2003) testaram em que medida a teoria da hierarquia das fontes fornecia uma explicação satisfatória do comportamento de financiamento de um vasto leque de empresas americanas de capital aberto no período ente 1971 e 1998.

Ao contrário do que é muitas vezes sugerido, os investigadores concluíram que o financiamento interno não é suficiente para cobrir as despesas médias de investimento e que o financiamento externo é muito utilizado. Por outro lado, o financiamento por dívida não dominou, em magnitude, o financiamento por capital.

No estudo, as grandes empresas evidenciaram um comportamento compatível com a teoria mas, ao longo do tempo, o poder explicativo da teoria da hierarquia das fontes de financiamento foi-se deteriorando. Talvez porque entre 1980 e 1990 havia um maior número de empresas pequenas de capital aberto do que na década anterior.

Por tudo aquilo que foi dito, pode concluir-se que as empresas preferem fundos internos aos externos; tendem a adaptar as políticas de dividendos às suas necessidades de investimentos, procurando a estabilidade; para equilibrar a sua tesouraria e perante as incertezas em relação aos lucros e investimentos futuros, tendem a pagar passivo em momentos bons e a conservar liquidez (para a poderem usar em períodos maus). Sendo necessário o financiamento externo, começam pelo menos arriscado: primeiro passivo, depois títulos híbridos (obrigações convertíveis) e, como último recurso, novas ações. Nesta teoria assume-se que as empresas não têm um rácio *Debt/Equity target* bem definido, mas têm um objetivo que vai sendo ajustado em função das necessidades acumuladas de fundos externos.

## 5. Teoria Organizacional (Teoria de Agência)

As empresas do século XXI, de alguma dimensão, são caracterizadas pela separação entre os detentores do capital (propriedade) e os gestores (poder). Os investidores, ou “fornecedores” de capital delegam a gestão dos seus negócios a terceiros.

Na perspetiva das teorias abordadas anteriormente - *trade-off* e *pecking order* - os interesses dos acionistas e dos gestores estavam alinhados.

Com Jensen e Meckling (1976) surge a teoria de agência: a existência de conflito de interesses entre acionistas, gestores, credores e outros *stakeholders* que se repercutem no valor da empresa.

Estes conflitos devem-se ao facto de cada um dos interessados perseguir objetivos diferentes. Para o acionista o importante é maximizar a sua riqueza, aumentando o valor de mercado da sua organização.

O gestor terá tendência a privilegiar os resultados que possam beneficiar o seu desempenho, a investir o valor gerado e a promover a sua imagem através do crescimento da empresa, comprometendo a distribuição dos dividendos aos acionistas. O gestor poderá conduzir as suas opções no sentido de manter o seu cargo e maximizar os seus próprios rendimentos (prémios, bónus, usufruir de meios adquiridos e/ou pagos pela empresa) e descurar investimentos eventualmente mais arriscados, mas com melhores taxas de rendibilidade e retorno. A sua participação no capital da empresa pode reduzir a sua ineficiência.

Stulz (1990) refere que os gestores e investidores divergem na alocação dos recursos. Enquanto os gestores desejam investir os recursos disponíveis na própria empresa, os investidores preferem a distribuição de dividendos (resultados).



Os custos de agência, já abordados por vários autores (Jensen e Meckling, 1976; Harris e Raviv, 1991; entre outros) surgem quando os gestores não se esforçam por maximizar o valor da empresa e dos acionistas, tendo estes que incorrer em custos para monitorizar e restringir os atos dos primeiros. (Brealey *et al.*, 2013)

Um nível de endividamento mais elevado pode ainda alterar a perspetiva de risco dos acionistas, levando-os a optar por investimentos mais arriscados - retiram os lucros e a sua responsabilidade está limitada à sua participação no capital. Este problema é conhecido por *overinvestment*. Se o projeto correr bem os credores suportam o financiamento e os acionistas capturam o ganho. Se algo correr mal, a empresa pode falir e os credores perdem o investimento. Os acionistas limitam as perdas ao capital que tinham investido antes.

Empresas muito endividadas, constituem ainda um desincentivo à captação de novos investidores uma vez que os retornos serão absorvidos sobretudo pelos credores sob a forma de juros (Myers, 1977). Os investidores suportam os custos do investimento e obtêm retornos residuais.

Segundo Jensen (1986), o excesso de *cash flow* disponível pode levar a menor eficiência da gestão e a investimentos pouco rentáveis. Se a empresa gerar *free cash flow* significativo os gestores podem aumentar os dividendos aos acionistas ou comprar ações próprias. Por outro lado poderão investir dinheiro em projetos de baixo retorno ou desperdiçar dinheiro de outras formas – custos de agência do *free cash flow*.

Para Jensen (1986) o uso do passivo (dívida) reduz os custos de agência do *free cash flow* porque reduz o *cash flow* disponível, evitando que os gestores gastem dinheiro indiscriminadamente – chamado efeito controlo do passivo. Os gestores podem cancelar dividendos ou diminuí-los no futuro (o passivo funciona como alternativa para os dividendos), a criação de passivo cria barreiras aos gestores e, a ameaça causada pelo não cumprimento das obrigações financeiras, serve de fator motivador para toda a organização ser mais eficiente na utilização dos recursos.

Esse efeito não se verifica em empresas em rápido crescimento nem nas inseridas em setores lucrativos em períodos em que não geram *free cash flow*. Os efeitos serão mais significativos em empresas que geram *free cash flow* e têm fracas perspetivas de crescimento futuro, ou nas que operam em setores onde se prevê uma redução ou quebra de atividade, por ser nestas empresas que a tentação para investir em projetos não rentáveis economicamente é maior.

Por outro lado o aumento do endividamento, ao reduzir os custos de agência, torna a empresa menos atrativa a operações de *takeover* - as empresas serem alvo de aquisição, por parte de um rival, com o objetivo de deter o controlo da mesma. Surge assim uma corrente de estudo que relaciona a estrutura de capital com a detenção do controlo da empresa (Harris e Raviv, 1988).

Os interessados numa operação de *takeover* adquirem ações a investidores passivos. Perante essa ameaça, os atuais detentores do controlo (dirigentes) reagem tentando alterar a sua parte de capital na empresa. Mas se tiver recursos limitados para o fazer, terá de ser a própria empresa a adquirir as ações aos investidores passivos (ações próprias), podendo ter de aumentar o nível de endividamento para o conseguir (caso não possua *cash flow* disponível suficiente).

Tanto Harris e Raviv (1988) como Stulz, (1988) concluíram que as empresas que foram alvo deste tipo de operação apresentam níveis de endividamento mais elevados e um incremento na cotação das suas ações, consequência do aumento da procura das ações por parte dos que lutam pelo controlo.

Harris e Raviv (1990) abordaram ainda um outro tipo de conflito de interesses entre os gestores das empresas e os seus acionistas. Quando o valor de liquidação da empresa é superior ao valor



dos seus ativos, o interesse dos acionistas está na liquidação, decisão que “prejudica” os interesses dos gestores, extinguindo-se os seus benefícios, pelo que evitam a liquidação.

Uma vez mais, é atribuída à dívida a capacidade de minimizar este conflito de interesses: os credores podem forçar a liquidação da empresa nos casos em que não são gerados recursos financeiros suficientes. (Harris e Raviv, 1990)

As diferentes perspetivas de rendimento, o acesso à informação e a exposição ao risco podem afetar as decisões da empresa e o seu valor. O uso da dívida é muitas vezes usado como minimizador destes conflitos e, ao reduzir os custos de agência, aumenta o valor da empresa.

Neste modelo, o nível do endividamento aumenta (varia positivamente) com o tamanho da empresa, com o valor da empresa (Harris e Raviv, 1990; Stulz, 1990 e Hirshleifer e Thakor, 1992), probabilidade de incumprimento (Harris e Raviv, 1990), com o fluxo de caixa disponível (Jensen, 1986 e Stulz, 1990), com o valor de liquidação da empresa (Harris e Raviv, 1990), com a possibilidade de *takeover* – alvo aquisição (Stulz, 1990 e Hirshleifer e Thakor, 1992) e com a reputação da gestão (Hirshleifer e Thakor, 1992). Espera-se que diminua (varie negativamente) com as oportunidades de crescimento (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1984 e Stulz, 1990), com os juros e com a possibilidade de reestruturação após dificuldades financeiras (Harris e Raviv, 1990).

Outras abordagens

## 6. Teoria do Market Timing

A teoria do *Market Timing* (momento do mercado) foi apresentada em 2002 por Baker e Wurgler. À luz desta teoria, as empresas tiram partido da flutuação do preço das suas ações para emitirem dívida quando o seu valor de mercado é inferior ao contabilístico (a cotação das suas ações é baixa) e emitem novas ações quando o valor das suas ações é elevado, ou seja, quando o seu valor de mercado é superior ao valor contabilístico. A estrutura de capital corrente de uma empresa resulta do acumulado histórico do seu valor de mercado.

Assim sendo, empresas cujas ações sofram muitas flutuações de preço emitirão mais ações do que títulos de dívida, o que fará com que apresente níveis de endividamento inferiores. E as empresas “impopulares” preferirão emitir dívida, o que resultará num maior nível de endividamento (Brealey *et al.*, 2013).

## 7. Teorias comportamentais baseadas nos gestores

Bertrand e Schoar (2002) investigaram em que medida o comportamento e o desempenho corporativos são afetados pelo indivíduo que gere. Concluíram que o efeito “gestor” afeta um conjunto alargado de decisões da empresa ao nível dos investimentos e das práticas organizacionais e financeiras. Foram identificados padrões específicos nas decisões tomadas que parecem indicar diferentes “estilos” de gestão. Os gestores imprimem as suas marcas pessoais nas empresas que gerem ou são escolhidos em função das suas características e competências por empresas com necessidades específicas relacionadas com a estratégia que querem seguir.

Estes investigadores analisaram também características dos gestores como o grupo etário e se tinham ou não feito um MBA. Verificaram ainda que as decisões tomadas por CEO (*Chief Executive Officers*) de gerações mais velhas apresentavam comportamentos mais conservadores: níveis de investimento mais baixos, menor alavancagem financeira e disponibilidades de caixa mais elevadas. Os gestores detentores de um MBA pareciam seguir estratégias mais agressivas: investem mais, detêm mais dívida e pagam menos dividendos.



## 8. Teorias baseadas nas interações de mercado

Uma outra vertente de investigação explica a estrutura de capital com base em aspetos de natureza comercial e nas interações da empresa com os mercados. Defendem que o endividamento resulta da interação competitiva entre a empresa e os seus *stakeholders* e na competição nos mercados de produtos e de fatores.

Esta teoria seguiu duas abordagens distintas: uma que explica a estrutura de capital através da relação entre a estrutura financeira e a estratégia de mercado (produto, preço e quantidade) seguida pela empresa e outra relacionada com as características dos *inputs/outputs* da empresa.

Titman (1984) debruçou-se no estudo de interações entre a estratégia das empresas e o endividamento. Concluiu que o endividamento é mais baixo em empresas que comercializam produtos mais duráveis, que necessitam de assistência técnica, difíceis de imitar (bens únicos) e por isso de difícil substituição ou que gozam de elevada reputação no mercado.

Balakrishnan e Fox (1993) atribuíram a capacidade de endividamento das empresas à natureza específica dos seus ativos, a outras características únicas da mesma e à estratégia aplicada. Na opinião dos autores a capacidade da empresa em gerir as relações com os seus credores é uma importante fonte de vantagens competitivas, com impacto significativo na sua estrutura de capital.

Jordan, Lowe e Taylor (1998) confirmaram a relação entre estrutura de capital e estratégia (baixo custo, diferenciação e inovação) e o papel que certos fatores financeiros (*cash flow* e intensidade de capital) desempenham na determinação da estrutura de capital das pequenas e médias empresas. A título de exemplo, empresas que perseguem estratégias de inovação possuem níveis de endividamento mais baixos devido ao risco que é percebido e à consequente dificuldade na obtenção de crédito.

## 9. Qualidade institucional, aspetos macroeconómicos do país, setor de atividade e outros

Alguns investigadores têm-se debruçado sobre o papel da qualidade institucional, das características específicas do país e do setor/indústria nas políticas de financiamento, suscetíveis de influenciar a estrutura de capital.

A qualidade institucional está associada, por exemplo, ao desenvolvimento económico, à existência de códigos de falência e ao nível de corrupção. As características do país estão relacionadas com o produto interno bruto, com o desenvolvimento do mercado de ações e obrigações e com o nível de proteção dos investidores, enquanto as características do setor se relacionam com a abundância de recursos (munificência), a concentração da indústria, o dinamismo, o ciclo de vida do setor e o poder negocial de clientes e fornecedores.

Maksimovic (1988) concluiu que a estrutura ótima de capital depende no número de empresas participantes nessa indústria, da elasticidade da procura e da taxa de desconto. No que respeita ao número de participantes, em setores com oligopólios - poucos participantes, maior concentração – há um incentivo ao conluio por parte dos acionistas. Os acordos conseguem-se manter, permitindo que as empresas suportem um maior nível de endividamento. Assim, o rácio de endividamento é provável que seja elevado em setores muito concentrados e baixo em setores moderadamente concentrados. Mostrou também que quanto mais elástica for a procura, maior é o rácio de endividamento das empresas do setor e ainda que as empresas pertencentes a setores com elevadas taxas de desconto apresentam menos endividamento do que as empresas em setores com baixas taxas de desconto.



Mackay e Phillips (2005) examinaram o efeito da indústria, entre 1981 e 2000, nas decisões reais e financeiras de um conjunto de empresas industriais pertencentes a 315 indústrias competitivas e 46 concentradas. Concluíram que o efeito indústria tem menor poder explicativo na variação da estrutura financeira do que os atributos inerentes à própria empresa e que a sua estrutura financeira depende também da posição que ocupa dentro de indústria onde está inserida.

Em indústrias competitivas, a alavancagem financeira da empresa depende da sua proximidade com a mediana do rácio escolhido para medir a intensidade de capital, depende também das ações levadas a cabo pelos pares e ainda do seu *status* dentro do setor. A alavancagem é mais elevada e menos dispersa nas indústrias concentradas, onde as interações estratégicas no que concerne à dívida são mais fortes. Os resultados obtidos também mostraram que a estrutura financeira, a tecnologia e os riscos são determinados em conjunto dentro do setor. As razões que levam as empresas a afastarem-se da estrutura financeira média do setor estão, na opinião de Mackay e Phillips (2005), sistematicamente relacionadas com as escolhas tecnológicas e de risco relativas ao setor.

Na mesma linha de investigação, Campos e Nakamura (2015) ao testarem o papel da folga financeira e do endividamento setorial, numa amostra de empresas americanas ao longo de 20 anos (1990-2009), concluíram que o endividamento das empresas tende a acompanhar o do setor onde estão inseridas. As empresas ajustam o seu nível de endividamento em função da distância a que se encontram, ou seja, as que estão mais distantes do endividamento mediano do seu setor convergem mais rapidamente.

A importância do endividamento setorial na determinação da estrutura de capital talvez se justifique com base na procura e oferta de fundos. No que respeita à procura, empresas pertencentes ao mesmo setor terão necessidades idênticas de capital e de oportunidades de investimento. Do lado da oferta (disponibilização de fundos) o endividamento mediano do setor serve de referência aos credores quando avaliam o risco da operação, controlando indiretamente o nível de alavancagem. Por outro lado, as empresas poderão utilizar o endividamento setorial como *benchmark* (Campos e Nakamura, 2015).

Kayo e Kimura (2011) testaram a influência dos determinantes tempo, empresa, indústria e país na alavancagem de empresas não financeiras pertencentes a 40 países entre 1997 e 2007. Os resultados que obtiveram indicaram que uma parte significativa, cerca de 42%, da variação da alavancagem está relacionada com as características intrínsecas das empresas, enquanto o nível tempo é responsável por 36%. Já características da indústria são responsáveis por cerca de 12% da variação da alavancagem e as do país por 3%. Os restantes 7% resultam da combinação dos efeitos indústria e país. Embora os fatores relacionados com a indústria não tenham sido os mais expressivos, as variáveis munificência, dinamismo e concentração mostraram influenciar, significativamente, o endividamento.

Martins e Terra (2014), num estudo sobre os determinantes relevantes na estrutura de capital de 612 empresas da América Latina, colocaram o enfoque no ambiente nacional onde as empresas operam (macroeconomia, desenvolvimento financeiro e qualidade institucional) e nas características do setor onde estão inseridas (munificência, dinamismo, concentração, ciclo de vida, dispersão da eficiência tecnológica, dispersão da qualidade dos produtos, poder de negociação dos clientes e poder de negociação dos fornecedores).

As variáveis munificência, poder de negociação dos clientes e poder de negociação dos fornecedores revelaram coeficientes significativos.

Concluíram que o desenvolvimento financeiro facilita o acesso a recursos de terceiros e que a qualidade institucional está negativamente relacionada com a alavancagem das empresas.



Encontraram ainda evidências de que a qualidade institucional pode promover o desenvolvimento assimétrico entre o mercado acionário e o de crédito, fortalecendo o mercado de ações (aumenta a emissão de ações em detrimento da emissão de dívida). Também Kayo e Kimura (2011) chegaram a uma relação negativa entre o desenvolvimento do mercado de ações e o endividamento.

Mokhova e Zinecker (2014) analisaram a influência de determinantes externos (especificidades ao nível do país - políticas fiscais e políticas monetárias) na estrutura de capital de empresas de sete países Europeus, em representação de mercados emergentes e mercados desenvolvidos, no período 2006-2010. Os resultados mostraram que a dívida pública tem uma influência positiva sobre a estrutura de capital na maioria dos mercados emergentes e negativa nos países desenvolvidos. Uma influência positiva da taxa de inflação nos mercados emergentes e na Alemanha, e negativa em França e na Grécia. A taxa de juro de curto prazo e de longo prazo apresentou um impacto positivo significativo (forte) na estrutura de capital na Alemanha e em França.

## **10. Conclusão**

Este é um dos temas relevantes de finanças e está entre os mais estudados e debatidos. No entanto, não se sabe se existe uma estrutura ótima de capital que uma empresa possa adotar. A melhor combinação entre o uso de capital próprio e alheio estará sempre dependente de inúmeros fatores relacionados com a própria empresa, com a estratégia que adota, com o setor, com as condições macroeconómicas do país onde está inserida, com a dinâmica criada entre os diferentes intervenientes do mercado onde opera, com as características e objetivos dos seus dirigentes, entre outros.

## **11. Referências Bibliográficas**

- ANTÃO, Paula e BONFIM, Diana - The dynamics of capital structure decisions. Lisboa: Banco de Portugal, 2012. Working Paper 6. ISBN 978-989-678-120-0.
- BAKER, Malcolm e WURGLER, Jeffrey - Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261. 57:1 (2002) 1-32.
- BASKIN, Jonathan. An empirical investigation of the pecking order hypothesis. **Financial management**. ISSN 1755-053X. 18:1 (1989) 26-35.
- BERTRAND, Marianne e SCHOAR, Antoinette - Managing with style: The effect of managers on firm policies. Massachusetts Institute of Technology (MIT) Sloan School of Management, 2002. Working Paper 4282-02.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. e ALLEN, Franklin – **Princípios de Finanças Empresariais**. 8ª ed. Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España, S.A.U., 2007. ISBN 978-84-481-6085-2.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. e ALLEN, Franklin – **Princípios de Finanças Corporativas**. 10ª ed. Porto Alegre: McGraw-Hill Education, 2013. ISBN 978-85-8055-238-6.
- CAMPOS, Anderson Luís Saber e NAKAMURA, Wilson Toshiro - Rebalanceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira. **Revista de Administração Contemporânea**. ISSN 1982-7849. 19: Edição especial (2015) 20-37.
- DAMODARAN, A. – **Finanças Corporativas: teoria e prática**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004. ISBN 85-363-0402-2.



DeANGELO, Harry e MASULIS, Ronald - Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405X. 8:1 (1980) 3-29.

DE JONG, A.; VERBEEK, M. e VERWIJMEREN, P. - Firms' Debt—equity Decisions When the Static Tradeoff Theory and the Pecking Order Theory Disagree. **Journal of Banking and Finance**. ISSN 0378-4266. 35:5 (2011) 1303-1314.

DONALDSON, Gordon - **Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity**. Washington, DC: Beard Books, 2000. ISBN 1-58798-034-7.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. - Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **The Review of Financial Studies**. ISSN 1465-7368. 15:1 (2002) 1-29.

FRANK, Murray Z. e GOYAL, Vidhan K. - Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405X. 67:2 (2003) 217-248.

HARRIS, Milton e RAVIV, Artur – Corporate Control Contests and Capital Structure. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405x. 20:1 (1988) 55-86.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur - Capital structure and the informational role of debt. **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261. 45:2 (1990) 321-349.

HARRIS, Milton e RAVIV, Artur - The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261. 46:1(1991) 297-355.

HIRSHLEIFER, David; THAKOR, Anjan V. - Managerial conservatism, project choice, and debt. **The Review of Financial Studies**. ISSN 1465-7368. 5:3 (1992) 437-470.

HUANG, R. e RITTER, J. - Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. ISSN 0022-1090. 44 (2009) 237-271.

JENSEN, Michael C. - Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. **The American Economic Review**. ISSN 0002-8282. 76:2 (1986) 383-393.

JENSEN, Michael C. e MECKLING William H. - Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405x. 3:1 (1976) 305-360.

JORDAN, Judith; LOWE, Julian e TAYLOR, Peter - Strategy and financial policy in UK small firms. **Journal of Business Finance and Accounting**. ISSN 1468-5957. 25:1-2 (1998) 1-27.

KAYO, Eduardo K. e KIMURA, Herbert - Hierarchical determinants of capital structure. **Journal of Banking and Finance**. ISSN 0378-4266. 35:1 (2011) 358–371.

KIM, E. Han – A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261. 33:1 (1978) 45–63.

KIM, Wi Saeng e SORENSEN, Eric H. - Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. **Journal of Financial and quantitative analysis**. ISSN 0022-1090. 21:2 (1986) 131-144.

KRAUS, Alan e LITZENBERGER, Robert H. – A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261. 28:4 (1973) 911-922.

LEMMON, M., ROBERTS, M. e ZENDER, J. - Back to the Beginning: persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261. 63:4 (2008) 1575-1608.



MACKAY, Peter e PHILLIPS, Gordon M. - How does industry affect firm financial structure? **Review of Financial Studies**. ISSN 1465-7368. 18:4 (2005) 1433-1466.

MAKSIMOVIC, Vojislav - Capital Structure in Repeated Oligopolies. **The RAND Journal of Economics**. ISSN 1756-2171. 19:3 (1988) 389-407.

MANTRIPRAGADA, K. G. - An empirical test of the stable dividend hypothesis. **Journal of Business Research**. ISSN 0148- 2963. 4:4 (1976) 325-335.

MARTINS, Henrique Castro e TERRA, Paulo Renato Soares - Determinantes Nacionais e Setoriais da Estrutura de Capital na América Latina. **Revista de Administração Contemporânea**. ISSN 1982-7849. 18:5 (2014) 577-597.

MILLER, Merton H. - Debt and Taxes. **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261. 32:2 (1977) 261-275.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton H. - The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**. ISSN 0002-8282. 48:3 (1958) 261-297.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton H. - Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**. ISSN 0002-8282. 53:3 (1963) 437-447.

MYERS, Stewart C. – Determinants of Corporate Borrowing. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405x. 5 (1977) 177-175.

MYERS, Stewart C. (1984) - The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261. 39:3 (1984) 575-592.

MYERS, Stewart C. - Capital structure. **Journal of Economic Perspectives**. ISSN 0895-3309. 15 (2001) 81-102.

MYERS, Stewart C. e MAJLUF, Nicholas S. - Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405x. 13 (1984) 187-221.

MOKHOVA, Natalia e ZINECKER, Marek - Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**. ISSN 1877-0428. 110 (2014) 530-540.

OZTEKIN, O. e FLANNERY, M. - Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speeds. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405X. 103 (2012) 88-112.

ROSS, Stephen A. - The determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. **Bell Journal of Economics**. ISSN 0741-6261. 8:1 (1977) 23-40.

SCOTT, James H. – A Theory of Optimal Capital Structure. **The Bell Journal of Economics and Management Science**. ISSN 0005-8556. 7:1 (1976) 33-54.

SOARES, Isabel – **Decisões de Investimento – Análise Financeira de Projectos**. 2ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda., 2008. ISBN: 978-972-618-490-4.

STULZ, René M. - Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405x. 26:1 (1990) 3-27.

TITMAN, Sheridan - The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405x. 13:1 (1984) 137-151.



## **Responsabilidade Penal das Sociedades, seus Administradores e Gestores**



Professora Maria João Escudeiro

### **Posição dos órgãos das sociedades:**

Os órgãos da sociedade devem ser considerados como seus elementos estruturais; correspondem à organização jurídica do substrato em ordem à manifestação da vontade coletiva.

São os órgãos da sociedade que exprimem a vontade que pelo direito é tomada como juridicamente relevante, como sendo a vontade da própria sociedade. Se são suportes dos órgãos, a sociedade responde pelos atos dessas pessoas.

O modo de participação da pessoa coletiva na atividade jurídica negocial está regulado no art. 163.º do CC. Este artigo estabelece dois tipos essencialmente diferentes de representação da pessoa coletiva. Ora essa representação é assumida por órgãos da pessoa coletiva, chamados imediatamente pelos estatutos ou subsidiariamente pela lei, sendo em qualquer caso uma representação orgânica, levada a cabo por órgãos da pessoa coletiva destinados a estabelecer as suas relações com terceiros, ora o poder de representação decorre de um ato especial de um órgão que nomeia uma pessoa estranha à própria pessoa coletiva ou de uma imposição externa em circunstâncias excepcionais estabelecidas por lei.

Nos casos de representação orgânica é a própria pessoa coletiva que age, precisamente por meio dos seus órgãos, participando assim por atos próprios na atividade jurídica; diversamente no caso dos representantes voluntários ou legais em que apenas os efeitos dos atos do representante se repercutem na esfera da pessoa coletiva.

Não se afigura incompatível a responsabilidade pessoal dos titulares dos órgãos da sociedade cumulativamente com a responsabilidade da própria sociedade. Com efeito, a imputação da conduta à pessoa coletiva não impede que o representante orgânico pratique uma ação. Essa ação pode ser ilícita e como tal sujeita às respetivas consequências.

No domínio penal a responsabilidade das sociedades é vista não como um substitutivo da responsabilidade individual, mas como uma responsabilidade adicional à dos agentes, pessoas físicas.

### **Ofensa ao princípio da personalidade das penas:**

O argumento segundo o qual a imposição de sanções penais a uma sociedade ofenderia o princípio da personalidade da responsabilidade penal ou da intransmissibilidade da pena está dominado pela ideia de que somente as pessoas naturais são sujeitos de direito ou que as sociedades não têm capacidade de exercício e que os órgãos da pessoa coletiva agem apenas como seus representantes e constituem precisamente o meio de suprir essa incapacidade.



Cometido o crime pela sociedade e no seu interesse e benefício deixar de responsabilizá-la para punir apenas a pessoa humana que funcionalmente manifesta juridicamente a sua vontade é que seria caso da pena extrapolar a pessoa do delincente, e representaria, um privilégio inadmissível.

À sociedade é inaplicável a pena privativa da liberdade. O RGIT dispõe expressamente que a pena aplicável às sociedades é a pena de multa e faz corresponder a cada ano de prisão aplicável às pessoas singulares, dias de multa aplicáveis às sociedades, conjugação dos arts. 71.º do CP e 12.º n.º 2 do RGIT.

### **Agentes que podem responsabilizar a sociedade e condições para a imputação das infrações à sociedade:**

A primeira questão é a determinação dos agentes que podem comprometer a sociedade. A culpa da sociedade pressupõe o prévio reconhecimento da culpa do agente, da pessoa física que age em nome dela.

A história recente é a da contínua ampliação do círculo de pessoas capazes de comprometer a sociedade. Partindo do núcleo das pessoas com poderes de administração e de representação, a tendência atual é a de admitir que também a conduta de empregados subalternos possa ser imputada à sociedade.

É possível distinguir duas modalidades:

- 1) Os titulares dos órgãos das sociedades: a ação e culpa das sociedades são baseadas nas dos titulares dos seus órgãos sociais, enquanto estes atuam no exercício dos seus poderes funcionais;
- 2) Quaisquer dirigentes ou trabalhadores da sociedade: a ação e a culpa baseiam-se na atuação de quaisquer trabalhadores, enquanto agirem em benefício da sociedade, no âmbito do seu posto de trabalho e em conformidade com as orientações ou procedimentos habituais da sociedade.

### **Requisitos da responsabilidade penal das sociedades:**

Para que as sociedades sejam penalmente responsáveis é necessário que o crime seja cometido em seu nome e no interesse coletivo (a) pelos seus órgãos, pelos seus representantes ou por quem nela tiver autoridade para exercer o controlo da sua atividade; ou (b) por uma pessoa sob a autoridade destes quando o cometimento do crime se tenha tornado possível em virtude de uma violação dos deveres de vigilância ou controlo que lhes incumbem, e ainda, que o facto seja praticado contra ordens ou instruções expressas de quem de direito.



## **Sociedades suscetíveis de imputação penal e entidades equiparadas:**

Todas as espécies de sociedades comerciais são suscetíveis de responsabilidade criminal, sejam sociedades em nome coletivo, sociedades por quotas, com pluralidade de sócios ou unipessoais, sociedades anónimas ou em comandita.

O CP admite também a responsabilização das sociedades civis – art. 11.º n.º 5.

As entidades coletivas suscetíveis de responsabilidade criminal sofrem limitações expressas no CP. O art. 11.º n.º 2 exclui expressamente o estado e outras pessoas coletivas públicas e de organizações internacionais de direito público. No n.º 3 esclarece que se deve entender por pessoas coletivas públicas: a) pessoas coletivas de direito público, nas quais se incluem as entidades públicas empresariais; b) entidades concessionárias de serviço públicos, independentemente da sua titularidade; c) demais pessoas coletivas que exerçam prerrogativas do poder público.

## **Os representantes da sociedade:**

### **- Conceito de representante:**

O conceito de representante confunde-se em parte com o de titular de órgão, porque toda a sociedade tem órgãos de representação, ou seja, os representantes legais da sociedade (gerente, administrados, diretor) são, em regra, titulares dos seus órgãos. Existem, porém, numerosas hipóteses em que há pessoas que agem como representantes de uma sociedade e não são seus órgãos. É o que se passa no caso de mandatário como poderes de representação.

### **- Casos particulares de representação: os administradores de facto e os quadros e empregados:**

A questão é saber se os administradores de facto e os quadros ou empregados que recebem um poder especial para dirigirem um assunto determinado podem ser considerados como representantes da sociedade para os efeitos do n.º 1 do art. 3.º do DL n.º 28/84 ou como simples agentes que, por consequência, não podem responsabilizar criminalmente a sociedade.

No que respeita aos administradores de facto, importa distinguir os casos em que haja atribuição de poderes de administração, ainda que a nomeação de administrador não seja eficaz, e aqueles em que a sociedade for tomada de assalto, sem qualquer designação pelo órgão competente, caso em que, sendo a sociedade vítima é inadmissível que possa ser responsabilizada pelos atos do administrador de facto. Se o exercício dos poderes não é consentido pelo órgão de direito falta qualquer vínculo entre o agente e a sociedade pelo que o facto não pode ser-lhe imputado.

Quanto aos quadros ou empregados que recebem um poder especial para dirigir um determinado assunto, esse ato também pode responsabilizar a sociedade, na condição de que tenham competência para o ato, autoridade e os meios necessários.



Os meros executores não devem considerar-se representantes e por isso que os seus atos, enquanto tais, não responsabilizam criminalmente a sociedade, dado que a sua vontade não é a vontade da sociedade. Os executores podem ser responsabilizados a título pessoal – análise mais à frente.

### **Pessoas que na sociedade têm autoridade para exercer o controlo da sua atividade:**

O poder para exercer o controlo da atividade da pessoa coletiva não tem de ser total, pode respeitar apenas a um determinado setor da atividade da pessoa coletiva, abarcando por isso os casos de delegação de funções de controlo de determinados setores de atividade, mas podendo também abranger as pessoas que não sendo nem órgãos nem representantes da pessoa coletiva exercem de facto o poder de controlo sobre a pessoa coletiva, de que será exemplo o sócio que condiciona de facto e efetivamente a atividade e as decisões da sociedade ou demais entes coletivos, com ou sem personalidade.

### **Titulares de órgãos e representantes não agindo funcionalmente; atos funcionais e pessoais:**

Se a sociedade responde pelos atos dos seus órgãos ou representantes se tiverem agido para além das suas atribuições. A resposta é negativa.

A sociedade só se vincula enquanto órgão atua no âmbito das suas funções, pois fora desse âmbito carece de poderes de representação da sociedade, ou seja, a sociedade só é responsabilizada se o órgão ou o representante atuam no exercício de um poder funcional.

São atos funcionais os que embora ilícitos, sejam praticados durante o exercício das funções do seu autor e por causa desse exercício.

São pessoais os que forem praticados fora do exercício das funções do seu autor ou que, mesmo praticados durante tal exercício e por ocasião dele, não foram, todavia praticados por causa desse exercício. Pelas ações e omissões alheias ao exercício das funções, os titulares dos órgãos respondem eles próprios, mas não envolvem a responsabilidade do ente coletivo, importa por isso delimitar objetivamente as funções do autor do facto ilícito e verificar se ele o praticou no exercício de tais funções e por causa desse exercício.

### **A realização dos crimes pelas pessoas que na sociedade ocupem uma posição de liderança:**

A imputação dos crimes aos titulares do órgão ou representantes pode ser feita a título de ação ou de omissão.

A al. b) do n.º 2 do art. 11.º do CP estabelece a responsabilidade por omissão das pessoas que na sociedade ocupam uma posição de liderança, ao dispor que as pessoas coletivas respondem criminalmente pelos crimes cometidos por quem aja sob a autoridade das pessoas que nelas ocupem uma posição de liderança em virtude de uma violação dos deveres de vigilância e controlo que lhes incumbem.



## **Imputação do crime à sociedade:**

É condição da imputação que os atos dos órgãos e dos representantes sejam cometidos no interesse da sociedade. Este conceito não é pacífico, mas o que se pretende é o ato seja praticado em benefício do agente ou de terceiros alheios à sociedade, ou seja, que o ato seja praticado em razão da prossecução dos fins sociais da sociedade.

Deste modo ficam excluídos da responsabilidade das sociedades:

- os crimes ligados à vida privada ou a uma ou outra atividade do titular do órgão ou do representante, ainda que ele se tenham servido dos meios postos à sua disposição pela sociedade.
- os crimes praticados no interesse exclusivo dos sócios, de todos ou apenas de alguns, e não no interesse da sociedade e eventualmente em seu prejuízo.
- os crimes cometidos contra o interesse da sociedade, visem ou não a satisfação de interesses alheios à sociedade. Ex: o ato praticado pelos administradores demissionários com o intuito de prejudicarem a sociedade, independentemente de favorecerem ou não terceiros.
- os atos praticados quando o agente tiver atuado contra ordens ou instruções expressas de quem de direito – art. 11.º n.º 6 do CP; art. 3.º n.º 2 do DL n.º 28/84 e art. 7.º n.º 2 do RGIT.

## **Responsabilidade penal dos administradores e representantes das sociedades:**

Todo aquele que no exercício de qualquer função no âmbito da atividade empresarial comete um crime, realizando pessoalmente os seus elementos constitutivos, seja por ação ou por omissão, é por ele responsável; também qualquer pessoa é responsável por participação na atividade criminosa de outrem, quer seja coautor, instigador, ou simples cúmplice. Deste modo, são responsáveis não apenas os executantes desde que culposos, mas também os que na empresa detêm um poder de decisão em virtude da organização vertical de responsabilidades e divisão horizontal das tarefas.

## **Exclusão da responsabilidade dos subordinados nas estruturas empresariais hierarquicamente organizadas:**

O agente material pode atuar sem culpa, sendo induzido de que não está cometer um ato ilícito. A exclusão da responsabilidade do trabalhador subalterno pode ser excluída por falta de culpa, mas não porque seja um princípio geral de direito que essas pessoas não têm o dever de respeitar a lei ou que, atenta a sua função de subordinação, não sejam destinatários da norma incriminadora. Pode suceder, e sucede frequentemente, que em muitas circunstâncias não lhes seja exigível a diligência que é exigida aos chefes porque só dominam parte do processo produtivo em que a sua atividade se insere.

Os trabalhadores subordinados não têm uma culpa diminuída pelo facto de exercerem a sua atividade sob as ordens dos chefes.



## **Administrador que delega funções:**

A delegação cria novos deveres de garantia a cargo do delegado e transforma o dever originário de garantia do delegante, mas não o elimina. Com efeito, delegar uma tarefa não é transmiti-la sem mais. Quem delega o dever de garantia que sobre ele incide, não pode despreocupar-se totalmente. O delegado exerce uma função no âmbito da empresa e por isso também pelos riscos gerados por ele, nomeadamente pelo incumprimento dos deveres delegados, é originariamente responsável o dirigente da empresa, no caso o delegante.

## **Crimes dolosos por ação:**

- **Instigação**

O agente pode determinar outrem à prática do crime. O agente determina dolosamente outro ou outros a cometerem um facto criminoso. É possível a instigação em cadeia.

- **Autoria mediata**

O agente executa o facto por intermédio de outrem. Nestes casos o intermediário, o executor imediato ou material, não é responsável na medida em que é inimputável ou atua sem dolo. O autor no caso o administrador ou representante, serve-se do executor material como seu instrumento para executar o crime.

No âmbito das empresas esta é a situação mais frequente.

**Ex:** O administrador ordena aos trabalhadores que vendam determinados produtos que o administrador lhes apresenta como sendo absolutamente conformes às exigências legais, mas que na verdade são falsificados, sem que o vendedor tenha consciência dessa falsificação.

**Ex:** O trabalhador que pratica um ato em virtude de coação exercida pelo administrador, por exemplo, por ameaça de colocar o trabalhador em situação de desemprego que na situação concreta configura direito de necessidade.

**Ex:** Administrador incumbe um seu colaborador de transportar um camião de mercadorias que deve entregar a um determinado destinatário no estrangeiro, mas sem que o motorista saiba, junto com as mercadorias vai disfarçado um produto qualquer cuja exportação ou importação no país destinatário é proibida e constituindo crime.

- **Autoria conjunta por acordo ou juntamente**

O administrador ou o representante executam o facto em comparticipação com terceiros. O acordo não tem de ser prévio e expresso, basta um acordo tácito. Há na coautoria uma cooperação consciente recíproca, expressa ou tácita, entre os agentes.

**Ex:** O administrador e o encarregado do fabrico acordam entre ambos na falsificação de género alimentício mediante a subtração parcial de um ingrediente que o empobrece quanto às qualidades nutritivas e a adição de um aditivo inadmissível para encobrir a má qualidade do produto. O administrador estabelece a quantidade do ingrediente a subtrair e do aditivo a adicionar e o encarregado procede à produção ou ordena aos operários que o façam sem que estes se apercebam da falsificação.



## **Síntese:**

As sociedades como qualquer outro agente, só são responsáveis por facto e culpa próprias.

O fato imputável à sociedade há de ser necessariamente cometido por pessoa que nela ocupe uma posição de liderança: esse é um pressuposto indispensável para responsabilizar a sociedade. É a lei que expressamente se refere aos crimes cometidos por pessoas que na sociedade ocupem uma posição de liderança.

Não basta, porém, a verificação do pressuposto formal para a imputação do facto. Para que o facto possa ser imputado à sociedade deve ser praticado em seu nome e no seu interesse. Trata-se ainda da imputação do facto, mas estes requisitos, que podem não ser constitutivos do crime, são condição essencial para a imputação à sociedade de facto perpetrado por pessoa que na sociedade ocupe uma posição de liderança.

Acresce ainda que mesmo que o facto seja praticado por quem na sociedade ocupa uma posição de liderança e o seja em nome e no interesse da sociedade, o facto não será imputado subjetivamente à sociedade, se for praticado contra ordens ou instruções expressas de quem de direito. Neste caso o facto não corresponde à vontade da sociedade e por isso que não lhe pode ser censurado.

As sociedades são suscetíveis de culpa, mas uma culpa própria da sociedade construída através da culpa das pessoas físicas que lideram a sociedade e que atuam em seu nome e na prossecução do seu interesse.

É perfeitamente aceitável a responsabilidade cumulativa, ou seja, a responsabilidade individual e a responsabilidade do ente coletivo.