

Universidade de Évora
Departamento de Gestão de Empresas

**CAPITAL DE RISCO E O FINANCIAMENTO DAS PME QUE
REALIDADE NO NORTE ALENTEJANO**

**Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas na
Área de Especialização de Finanças**

Por: Fernanda Maria Bizarro Policarpo
Orientado por: Professor Doutor Carlos Vieira

Évora, Julho de 2007

Universidade de Évora
Departamento de Gestão de Empresas

**CAPITAL DE RISCO E O FINANCIAMENTO DAS PME QUE
REALIDADE NO NORTE ALENTEJANO**

**Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas na
Área de Especialização de Finanças**

**Por: Fernanda Maria Bizarro Policarpo
Orientado por: Professor Doutor Carlos Vieira**



164 757

Évora, Julho de 2007

Resumo

Este estudo aborda o capital de risco pretendendo reflectir sobre a sua evolução e actuação no nosso país, bem como, focalizando uma região, tentar observar com maior proximidade a sua actuação e o conhecimento de diversos empresários em relação à sua abrangência. A partir da adaptação de dois questionários, um elaborado pela Society for Associated Researchs on International Entrepreneurship, do Imperial College, em Londres e um outro elaborado pelo Departamento de Gestão e Economia, da Universidade da Beira Interior, na Covilhã, criou-se um questionário que foi aplicado a 150 empresas, das indústrias extractiva e transformadora do Norte Alentejano. O objectivo fundamental era conhecer como estas empresas entendiam o capital de risco e as Sociedades de Capital de Risco (SCR), bem como a sua receptividade a possíveis operações de investimento a realizar e eventuais relações anteriores. Por outro lado, pretendia-se perceber porque tipo de financiamento optam ou optaram em investimentos anteriores e qual a posição que assumem em relação à inovação na sua actividade.

Venture Capital and the Financing of Small and Medium Companies

What Reality in Northern Alentejo

This study focus on venture capital and its main objectives are to, on the one hand, assess its evolution and behaviour in our country and, on the other hand, use a smaller region to take a closer examination of its behaviour and the knowledge of entrepreneurs in relation to its range. On the basis of two existing questionnaires – one developed by the Society for Associated Researches on International Entrepreneurship of Imperial College in London, and the other made by the Department of Management and Economics of the University of Beira Interior, in Covilhã – we developed a new questionnaire, which was sent to 150 companies operating in the extraction and transformation industries in Northern Alentejo. The main aim was to not only understand how these companies perceive venture capital and the Risk Capital Societies/Associations, but also how receptive they are to possible investment operations and their previous dealings. Additionally, it was also important to be aware of the different types of financing that these companies would choose or have chosen in previous dealings, and how they approach innovation in their particular industry sector.

“Se podemos sonhar, também podemos tornar os nossos sonhos realidade”

(Walt Disney)

Ao João e à Joana, por todo o tempo que não vos dediquei...

Agradecimentos

De natureza eminentemente pessoal, o trabalho realizado contou no entanto com a colaboração e apoio de diversas pessoas e entidades, a quem agradeço e manifesto o meu reconhecimento e de entre todos cumpre-me destacar:

Ao Professor Doutor Carlos Vieira pela sua inextinguível dedicação, pelo estímulo e pela confiança, a minha mais profunda gratidão.

Aos meus colegas de Mestrado, porque sem eles teria desistido a meio, obrigado pelos bons momentos de trabalho que me proporcionaram.

Aos Docentes da universidade de Évora que participaram nesta formação, pela forma com que me envolveram e me motivaram.

Ao Conselho Directivo da ESTGP pelo apoio logístico.

Aos empresários que responderam a este questionário colaborando na caracterização da região.

À Célia, à Carolina, ao Dinis e à Zézinha, pela colaboração que nunca esquecerei.

Aos meus pais por sempre acreditarem em mim e nunca me deixarem fraquejar.

José Manuel um agradecimento muito especial pela paciência e pela tolerância, por nunca teres duvidado e sempre me teres apoiado.

Ao João e à Joana, que Deus me permita recuperar tudo o que não vivi.

A todos os que acharem possível.... bem hajam.

Índice

ÍNDICE	V
ÍNDICE DE FIGURAS	VII
ÍNDICE DE GRÁFICOS	VIII
ÍNDICE DE QUADROS	XII
LISTA DE ABREVIATURAS E ACRÓNIMOS UTILIZADOS	XIII
INTRODUÇÃO	1
1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO	7
1.1. Estrutura de Capital	8
1.1.1. Determinação da estrutura de capital da empresa	11
1.1.2. Teorias Explicativas	14
1.1.2.1 <i>A Teoria Financeira</i>	17
1.1.2.2 <i>A Teoria do Equilíbrio</i>	18
1.1.2.3 <i>A Teoria dos Sinais</i>	28
1.1.2.4 <i>A Teoria da Selecção Hierárquica</i>	30
1.1.2.5 <i>Modelos Baseados Na Estratégia</i>	32
1.1.2.6 <i>A Abordagem Orientada para o Controlo da Empresa</i>	35
1.2. Características Internas das PME	36
1.3. Características Externas das PME	42
1.4. PME – Portugal no Contexto Europeu	45
1.4.1. Caracterização do Tecido Empresarial	46
1.4.2. Constituição de Novas Sociedades	53
2. CAPITAL DE RISCO	56
2.1. Suas Origens e Evolução	61
2.2. Capital de Risco em Portugal - Enquadramento Legal, Regime Fiscal e Condicionantes	65
2.2.1. Enquadramento Legal	74
2.2.2. Regime Fiscal	75
2.2.3. Condicionantes	78
2.3. Situação Actual da Actividade de Capital de Risco	81
2.4. Os Agentes do Mercado de Capital de Risco	90

2.5.	Vantagens do Capital de Risco Versus Endividamento	92
2.6.	A Empresa Inovadora	98
3.	METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO	105
3.1.	Amostra de Investigação	105
3.2.	Caracterização da Amostra Seleccionada	106
3.3.	Recolha de Dados	107
4.	APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	111
4.1.	Sobre o Negócio	111
4.2.	Sobre o Empresário	116
4.3.	Sobre a Operacionalidade do Negócio	117
4.4.	Sobre inovação	125
4.5.	Sobre o Capital de Risco	131
5.	CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E ORIENTAÇÕES PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS	136
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	142
	ANEXO 1	165
	ANEXO 2	172

Índice de Figuras

Figura 1.1 - Custos por Fonte de Financiamento	10
Figura 1.2 - Apresentação Territorial do Alentejo e Repartição em Concelhos do Alto Alentejo	50
Figura 2.1 - Investidores versus estágios de desenvolvimento das empresas	60
Figura 2.2 - Condicionantes da actividade de risco em Portugal	78
Figura 2.3 - O Circuito do Capital de Risco	92
Figura 2.4 - Factores que influenciam o mercado de Capital de Risco	98

Índice de Gráficos

Gráfico 1.1 - Peso das Micro, Pequenas, Médias e Grandes Empresas em Portugal e na UE	45
Gráfico 1.2 - Repartição do número, volume de emprego e volume de negócios das pequenas e médias empresas e das grandes empresas em Portugal no ano 2003	47
Gráfico 1.3 - % de Empresas Familiares	48
Gráfico 1.4 - Anos de existência das empresas familiares	49
Gráfico 1.5 - Sociedades com sede na região Alto Alentejo	52
Gráfico 1.6 - Constituição de novas Sociedades em 2003	53
Gráfico 1.7 - Taxa de constituição de sociedades, Portugal e NUTS II, 2004 e 2005	54
Gráfico 1.8 - Taxa de dissolução de sociedades, Portugal e NUTS II, 2004 e 2005	55
Gráfico 2.1 - Evolução do número de Sociedades de Capital de Risco	68
Gráfico 2.2 - Evolução dos Investimentos	84
Gráfico 2.3 - Investimentos por estágio	85
Gráfico 2.4 - Investimentos por sector de origem	85
Gráfico 2.5 - Sindicatos para investimentos	86
Gráfico 2.6 - Investimentos por destino geográfico	86
Gráfico 2.7 - Fundos sob gestão e portfolio at cost	88
Gráfico 2.8 - Desinvestimentos	89
Gráfico 2.9 - Evolução dos Fundos Captados, Investimentos e Desinvestimentos	89
Gráfico 3.1 - Distribuição das Empresas da Amostra por Concelhos	106
Gráfico 4.1 - Número de Sócios	111

Gráfico 4.2 - Local Onde Iniciou a Actividade Empresarial	112
Gráfico 4.3 - Ano da Primeira Encomenda	112
Gráfico 4.4 - Classificação do negócio	113
Gráfico 4.5 - Volume de Negócios em 2005	113
Gráfico 4.6 - Resultado Líquido Antes de Impostos de 2005	114
Gráfico 4.7 - Capital Social em 2005	114
Gráfico 4.8 - Trabalhadores a tempo inteiro	115
Gráfico 4.9 - Trabalhadores Parciais	115
Gráfico 4.10 - Trabalhadores Ocasionais	115
Gráfico 4.11 - Onde desenvolve a sua actividade	116
Gráfico 4.12 - Nível de Escolaridade	117
Gráfico 4.13 - Área de Formação	117
Gráfico 4.14 - Ponto Forte	118
Gráfico 4.15 - Ponto Fraco	118
Gráfico 4.16 - Objectivo do último Investimento	119
Gráfico 4.17 - Como financiou o investimento	119
Gráfico 4.18 - O investimento criou postos de trabalho	120
Gráfico 4.19 - Pensa investir nos próximos 2 anos	121
Gráfico 4.20 - Qual o Objectivo do Futuro Investimento	121
Gráfico 4.21 - Como irá financiar esse investimento	122
Gráfico 4.22 - O Investimento Criará Postos de Trabalho	122
Gráfico 4.23 - Existem Factores Limitativos ao Investimento?	123
Gráfico 4.24 - Quais são os factores limitativos ao Investimento	123

Gráfico 4.25 - Situação do Volume de Vendas	124
Gráfico 4.26 - Perspectiva Futura Em Relação ao Volume de Vendas	124
Gráfico 4.27 - Perspectiva para o negócio nos próximos 2 anos	125
Gráfico 4.28 - Inovações Introduzidas nos Últimos 5 anos, ao Nível do Produto	125
Gráfico 4.29 - Tempo médio de Vida do Produto/Serviço Mais Importante	126
Gráfico 4.30 - Introdução de Novo Produto/Serviço nos Últimos Cinco Anos	126
Gráfico 4.31 - Patentes Registadas Nos Últimos Cinco Anos	127
Gráfico 4.32 - Invenção não Registada nos Últimos Cinco Anos	127
Gráfico 4.33 - Departamento de I&D	128
Gráfico 4.34 - I&D Desenvolvida Externamente	128
Gráfico 4.35 - Aquisição de Equipamentos Ligada à Produção de Novos Produtos ou Desenvolvimento de Novos Processos	129
Gráfico 4.36 - Formação Especializada com Vista à Inovação	129
Gráfico 4.37 - Práticas Empresariais Inovadoras	130
Gráfico 4.38 - Projecto Industrial Necessário para a Produção de Novos Produtos / Processos	130
Gráfico 4.39 - Preparação da Produção e/ou Distribuição de Inovações	131
Gráfico 4.40 - Capital de Risco Significa	131
Gráfico 4.41 - Interesse Demonstrado em Relação ao Capital de Risco	132
Gráfico 4.42 - Contacto Anterior com Sociedade de Capital de Risco	132
Gráfico 4.43 - Aspecto mais Interessante da Eventual Contratação	133
Gráfico 4.44 - Aspecto menos Interessante da Eventual Contratação	133
Gráfico 4.45 - Divulgação da Actuação das Sociedades de Capital de Risco	134

Gráfico 4.46 - Abrangência de Actuação das SCR-----134

Gráfico 4.47 - É Fácil e Generalizado o Acesso a SCR-----135

Índice de Quadros

Quadro 1.1 - Distinção entre micro empresa, pequena e média empresa -----	3
Quadro 1.2 - Repartição do número, volume de emprego e volume de negócios das pequenas e médias empresas e das grandes empresas em Portugal no ano 2003 ----	46
Quadro 2.1 - Lista de Sociedades de Capital de Risco em 11 de Novembro de 2005----	73
Quadro 2.2 - Alterações legislativas-----	74
Quadro 2.3 - Benefícios Fiscais -----	75
Quadro 2.4 - Problemas de Enquadramento-----	79
Quadro 2.5 - Problemas específicos -----	80
Quadro 2.6 - Fundos Captados-----	82
Quadro 2.7 - Fundos captados por origem geográfica -----	83
Quadro 2.8 - Investimentos por sector em 2004 -----	87
Quadro 3.1 - Estruturação do Questionário -----	109

Lista de Abreviaturas e Acrónimos Utilizados

APCRI	Associação Portuguesa de Capital de Risco
CCRA	Comissão de Coordenação da região Alentejo
CEE	Comunidade Económica Europeia
CGD	Caixa Geral de Depósitos
CMVM	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CP	Capital Próprio
CS	Capital Social
CR	Capital de Risco
ESTGP	Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Portalegre
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
FCR	Fundo de Capital de Risco
FRIE	Fundo de Reestruturação e Internacionalização Empresarial
GEE	Gabinete de Estatística e Estudos do Ministério da Economia
IAPMEI	Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas
I&D	Investigação e Desenvolvimento
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRC	Imposto Sobre o Rendimento de Pessoa Colectivas
IRS	Imposto Sobre o Rendimento de Pessoa Singulares
NEST	Novas Empresas de Suporte Tecnológico
NERPOR	Núcleo Empresarial do Norte Alentejo
NORPEDIP	Empresa Capital de Risco para Promover o Programa Específico de Desenvolvimento da Industria Portuguesa na zona Norte
NUT	Núcleo de Unidade Territorial
PME	Pequena e Média Empresa
POE	Programa Operacional da Economia
PEDIP	Programa Específico de Desenvolvimento da Industria Portuguesa
QSS	Quadros de Situação Sectorial
SCR	Sociedade de Capital de Risco
SFE	Sociedade Fomento Empresarial
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences
SULPEDIP	Empresa Capital de Risco para Promover o Programa Específico de Desenvolvimento da Industria Portuguesa na zona Sul
SWOT	Strengths (Forças), Weaknesses (Fraquezas), Opportunities (Oportunidades), Threats (Ameaças)
UE	União Europeia
VAL	Valor Actual Líquido

Introdução

“O que sabemos é uma gota, o que ignoramos é um oceano”

(Isaac Newton)

Esta dissertação procura discutir a forma como as Sociedades de Capital de Risco (SCR) têm apoiado o desenvolvimento das empresas numa das regiões mais pobres da Europa, o Norte Alentejano.

Para uma abordagem mais pragmática ao tema, pretende-se estudar a forma como as empresas vêem o capital de risco (CR) e qual a aplicabilidade e atractividade daquele instrumento financeiro, bem como, da sua presença na composição da estrutura de capital das empresas do Norte Alentejano. O objectivo complementar é, por um lado, analisar a motivação conducente à estrutura financeira apresentada e, por outro, reflectir sobre a estrutura actual do mercado de capitais de risco.

As perguntas de partida foram formuladas do seguinte modo:

É o Capital de Risco apontado como um instrumento de financiamento pelas empresas de pequena e média dimensão (PME) do Norte Alentejano?

E que tipo de financiamentos escolhem os empresários para a composição da estrutura financeira da sua empresa?

A partir deste fio condutor, iniciou-se a fase de exploração dos dados. O apuramento dos níveis de aplicabilidade/attractividade será feito através da aplicação de um questionário junto dos públicos relevantes, utilizando a técnica de amostragem não probabilística por conveniência.

Nessa perspectiva, foi seleccionada uma amostra composta por empresas da região utilizando a base de dados do INE, num total de 150 empresas das indústrias transformadora e extractiva. Em relação às empresas transformadoras foram seleccionadas todas as que apresentavam volume de negócios acima de 50.000 €, enquanto que em relação às empresas extractivas foram questionadas sete, das nove activas, por forma a perfazer o total de 150 empresas objecto de estudo (do total de 315 empresas para as duas classes sectoriais) .

O objectivo de concentrar o estudo nas PME, resulta do facto de que estas apresentam dificuldades no acesso a fontes de capital de longo prazo externas (Tamari, 1981;

Hunsdiek, 1985; Auken e Cartes, 1989; Bates, 1990; Harris, 1995; Berger e Udell, 1998; Cavalluzzo et al., 1999), bem como, pelo seu elevado peso na economia. Freire (2002) refere que as PME, incluindo as micro empresas, são os maiores contribuintes para a economia e para o emprego. De acordo com dados do Instituto Nacional de Estatística (INE) relativos a 2003 (último ano disponível com os dados pretendidos) exerciam actividade em Portugal um total de 347.683 empresas, das quais 346.816 são PME, representando 99,8% do tecido empresarial nacional, sendo geradoras de emprego em cerca de 75,5% (2,1 milhões de postos de trabalho) e responsáveis por 65,6% do volume de negócios (185,2 mil milhões de euros).

O mercado alvo do capital de risco genuíno são as PME, em fase de arranque ou já em funcionamento, com investimentos em empreendimentos com potencial de inovação e capital humano (Bentes, 1997).

Algumas investigações (Norton 1991a; Norton, 1991b; Sargent e Young, 1991; Landström e Winborg, 1995; Harris, 1995) têm servido de chamada de atenção para a importância das características peculiares das PME e dos aspectos relacionados com os seus empresários e/ou gestores, bem como para as suas necessidades de recurso a fontes de capital.

Actualmente existem duas definições de PME, a *nacional*¹ e a *européia*².

Definição Nacional de PME ⇨ são PME as empresas que, cumulativamente, preencham os seguintes requisitos:

- empreguem até 500 trabalhadores (ou 600, no caso de trabalho por turnos regulares);
- tenham um Volume de Negócios anual inferior a 12 milhões de euros;
- não possuam nem sejam possuídas em mais de 50% por outra empresa que ultrapasse qualquer dos limites definidos nos pontos anteriores.

É de referir que nesta definição são apenas apresentados critérios de classificação de pequenas e médias empresas, não se distinguindo em micro, pequenas e médias empresas. Contudo, de acordo com dados do IAPMEI, apesar de ser esta a definição em vigor em Portugal, na prática estão a ser considerados os critérios constantes da

¹ Despachos normativos n.º 52/87 de 24 de Junho e Aviso constante do DR n.º 102/93, III Série de 3 de Maio.

² Recomendação da Comissão n.º 2003/361/CE, de 6 de Maio que entrou em vigor a 1 de Janeiro de 2005 – alarga o conceito de PME a outras formas jurídicas.

“definição europeia”, tendo em conta a realidade empresarial portuguesa, com um peso significativo de micro e pequenas empresas e ainda por motivos que se prendem com a necessidade de harmonização de conceitos no seio da União Europeia.

Definição Europeia de PME ⇒ nesta definição existe um critério adicional, que permite distinguir entre micro empresas, pequenas e médias empresas, tendo em conta que as micro empresas se distinguem das restantes por possuírem menos de 10 trabalhadores.

Quadro 1.1 - Distinção entre micro empresa, pequena e média empresa

Categoria	N.º Trabalhadores	Volume de Negócios	Balanço Total
Microempresa	< 10	≤ 2 Milhões de euros	≤ 2 Milhões de euros
Pequena Empresa	< 50	≤ 10 Milhões de euros	≤ 10 Milhões de euros
Média Empresa	< 250	≤ 50 Milhões de euros	≤ 43 Milhões de euros

Fonte: IAPMEI, 2005

Ainda de acordo com a definição europeia, as empresas terão também que cumprir um critério de independência: “Empresas independentes são empresas que não são propriedade, em 25% ou mais do capital ou do direito de voto, de uma empresa ou, conjuntamente, de várias empresas que não se enquadram na definição de PME ou de pequena empresa, conforme seja o caso. Este limiar pode ser excedido nos dois casos seguintes:

➤ se a empresa for propriedade de sociedades públicas de investimento, sociedades de capital de risco, investidores institucionais (desde que não exerçam, a título individual ou conjuntamente, qualquer controlo sobre empresa), investidores informais (*Business Angels*³) e que invistam fundos próprios em empresas não cotadas em Bolsa, desde que o total do investimento dos ditos *Business Angels* numa mesma empresa não exceda 1.250.000€.

³ Business Angels ou anjos de negócio, são investidores privados que investem directamente capital nas empresas, normalmente sem a existência de garantias e sem qualquer relacionamento, anterior ao investimento com as empresas.

➤ se o capital se encontrar disperso de maneira que não seja possível determinar quem o detém e se a empresa declarar legitimamente presumir que não é propriedade, em 25% ou mais, de uma empresa ou, conjuntamente, de várias empresas que não se enquadrarem na definição de PME ou de pequena empresa, consoante o caso.”

Também em Portugal o financiamento das empresas é caracterizado pela "predominância de descobertos bancários em detrimento dos empréstimos a prazo, pela demasiada confiança no financiamento por dívida e não por capital próprio e pela dificuldade de obtenção de liquidez", refere-se nos Cadernos PEDIP do Ministério da Economia (1999:2).

Segundo Gama (2000), as PME industriais portuguesas, são financiadas em mais de 50% por capitais alheios, registando-se um peso mais significativo dos capitais alheios de curto prazo (estes significam entre 42% a 55% do peso do financiamento total, contra os 7 a 11% dos capitais alheios de médio e longo prazo). Esta autora concluiu ainda que a gestão das PME é fortemente orientada por razões de natureza fiscal, assumindo os custos de insolvência uma dimensão significativa.

“A Estrutura Financeira de uma empresa parece depender mais do sistema financeiro e dos costumes financeiros do país em que opera do que quaisquer outras características da empresa como sejam a dimensão, o sector de actividade, a idade ou até mesmo o lucro.” (Sexto relatório – Sumário Executivo, Observatório Europeu sobre as PME, Comissão Europeia, 2000).

A estrutura de capital das empresas diferem entre países, cada um deles apresenta características específicas nos seus mercados financeiros (Melle-Hernández, 2000).

Como é demonstrado em alguns estudos (Petersen e Rajan,1994; Landström e Winborg,1995; Martin e Petty,1997; Mallet, 1998; Lund e Wright,1999), a importância das sociedades de capital de risco é quase irrelevante no financiamento do crescimento das PME. A ausência de recurso a fontes de capital próprio externas torna-se possível à custa de um financiamento baseado em lucros retidos na empresa e em capital alheio dos bancos (Auken e Carter,1989; Landström e Winborg, 1995), os proprietários das PME não estão dispostos a abdicar da independência e do controle das suas empresas, em troca de capital próprio de fontes externas (Jensen et al., 1992; Feeney e Riding, 1998; Hutchinson e Michaelas, 1998).

Para Peterson e Schulman, (1987), a carência de fontes de capital externas que afecta as PME deve-se à existência de assimetria de informação entre estas empresas e os

financiadores. Isto porque a pouca informação conduz os financiadores a restringir o montante ou aumentar o custo do capital disponibilizado às PME. A grande interdependência entre o património pessoal e empresarial e a forte pressão fiscal a que estão sujeitos, conduz os responsáveis destas empresas a diminuir os benefícios tributáveis das empresas através do aumento dos seus custos (remunerações e outros custos não pecuniários). Esta situação reflecte-se na informação económica financeira, que aparece distorcida, o que dificulta o acesso ao crédito. Em consequência da assimetria da informação e da selecção adversa (o credor não dispõe da mesma informação que o empresário no momento da sua tomada de decisão), as PME acabam por recorrer ao financiamento em capital alheio de curto prazo elevando assim o seu risco de insolvência.

Segundo Leite et al. (1996) acontece normalmente que o investidor não conhece o verdadeiro valor da empresa, levando a que o acesso ao crédito dependa da concessão de garantias reais, dando-lhes os credores mais evidência que à rentabilidade da empresa, porque as informações não são, geralmente, auditadas, pelo que podem não reflectir de forma apropriada a realidade da empresa. Para as PME é fundamental a análise custo-garantia, pois a não existência de garantias suficientes eleva o custo do capital alheio e, por outro lado, nem sempre o seu património é suficiente para garantir as operações de financiamento inviabilizando-as.

Na pesquisa prévia à definição do tema da dissertação procurou-se assegurar a sua originalidade, sem, no entanto, deixar de permitir o seu aproveitamento em termos comparativos, relativamente a alguns estudos entretanto elaborados, ou a outras eventuais aplicações.

Após o enquadramento do problema em estudo, a apresentação das razões que nortearam a escolha do tema e os objectivos que se pretendem atingir com a realização do presente trabalho, procede-se ao seu enquadramento teórico e metodológico.

No enquadramento teórico (capítulo 1), aborda-se o financiamento das PME analisando a estrutura de financiamento das empresas e as características das PME, centrando-se posteriormente a análise na caracterização do tecido empresarial mais, concretamente na constituição de novas sociedades.

No capítulo 2, apresenta-se uma revisão dos conceitos de capital de risco e sua evolução, analisando-se ainda os contributos de alguns autores relativamente à especificação das suas características. Quanto à análise do Capital de Risco em Portugal

pretendeu-se apresentar as condicionantes, nomeadamente legais e fiscais, que impulsionaram a trajectória desta actividade até à sua fase actual.

Na apresentação da metodologia de investigação utilizada, descreve-se, no capítulo 3, a forma como foi construída a amostra seleccionada, após a definição da amostra de investigação. Procede-se também ali à apresentação do questionário nas suas diferentes secções e relata-se a forma como se realizou o trabalho de campo.

No capítulo 4 apresenta-se a análise dos dados obtidos através da aplicação do inquérito à amostra seleccionada, com a consequente caracterização das empresas. Para tal, consideram-se as diversas variáveis identificativas, bem como as principais motivações que as levaram a seleccionar o Capital de Risco como uma das alternativas no processo de financiamento das organizações.

Por fim, no capítulo 5, apresentam-se as conclusões apuradas com a realização do estudo, enumerando-se algumas das suas limitações e possíveis caminhos de pesquisa futura.

1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

As dificuldades no acesso ao financiamento constituem constrangimentos com que se deparam as PME. Em Portugal, essas dificuldades assumem maior peso no tecido empresarial, sendo ampliadas pela fraca capacidade de poupança das famílias, originando empresas com níveis insuficientes de capitais próprios. O custo de endividamento para as PME é também elevado pela percepção de risco por parte do sistema financeiro.

O financiamento das PME é reconhecidamente uma das principais limitações ao seu desenvolvimento e crescimento. Factores como a assimetria de informação, perda de controlo e os elevados custos do capital são apontados, no contexto financeiro, como as maiores dificuldades destas empresas

O financiamento, ainda que não sendo uma condição suficiente, é necessário para a actividade real das empresas, carecendo de estudo reconhecido (Belletante e Levratto,1995). O tratamento deste objecto de estudo deve permitir a consideração da especificidade das relações que as PME estabelecem com os seus financiadores, bem como, as características dos processos internos de decisão ligados à afectação dos recursos financeiros (Belletante e Levratto,1995).

As PME são reconhecidas como um vector essencial da mudança tecnológica e da actividade produtiva, tendo um papel importante no processo da evolução da economia. Por isso o financiamento para a criação destas empresas, bem como, dos programas de investimento que se propõem realizar nos estádios subsequentes do ciclo de vida, surgem como pontos chaves do movimento da economia (Belletante e Levratto, 1995).

1.1. Estrutura de Capital

Para fazer face às suas necessidades financeiras, as empresas dispõem de duas alternativas: com capitais próprios⁴ e/ou com capitais alheios⁵. Esta situação leva à formulação de interrogações quanto à existência de uma estrutura de capital⁶ óptima e quanto ao nível de endividamento adequado, atendendo às fontes de financiamento, aos tipos e às condições contratadas. Questões pertinentes para as PME, na medida em que são distintas as suas implicações, relativamente a uma grande empresa, de capital disperso, cotada ou não em Bolsa.

A identidade entre a propriedade e a direcção, a relação estreita entre a empresa e a família, a responsabilidade directa e pessoal do empresário⁷, a inexistência de um mecanismo de controlo e valorização que faz parte do mercado de capitais, são factores que geram um elevado nível de assimetria de informação e de custos de agência, os quais tornam a problemática da determinação da estrutura de capital nas PME, bem distinta das grandes empresas.

Perante este facto e face aos escassos resultados obtidos ao nível da investigação empírica, alguns investigadores, tais como Wijst e Thurik (1993) e Chittenden et al. (1996), admitem que os determinantes apontados pela teoria da estrutura de capital são aplicáveis às PME. Contudo, os resultados empíricos ficam aquém das expectativas, devido à escassez e falta de credibilidade e idoneidade da informação, e ainda pelo facto de os atributos propostos pelas diferentes teorias serem difíceis de operacionalizar.

A estrutura de capital das empresas é importante, na medida em que a composição dos meios de financiamento, entre capitais próprios e endividamento, pode influenciar o valor da empresa e a política de dividendos.

Alguns dos argumentos a favor do endividamento, face à emissão de capitais próprios, baseiam-se nos menores custos administrativos da emissão dos débitos e na inferior taxa de juro antes de impostos, relativamente à taxa de rentabilidade exigida pelos accionistas.

⁴ Capitais que não têm qualquer contrapartida fixa de remuneração.

⁵ Capitais com esquema de reembolso previamente acordado.

⁶ Entendida como o conjunto de recursos próprios e alheios utilizados pela empresa que maximiza o seu valor, ou seja, é o conjunto de meios utilizados para financiar a actividade empresarial.

⁷ Neste estudo, empresário é utilizado como sinónimo de proprietário-gestor.

No entanto, devido aos custos de incumprimento financeiro, causados pelos custos de falência e de agência, as empresas podem diminuir o seu valor se o seu endividamento aumentar exageradamente.

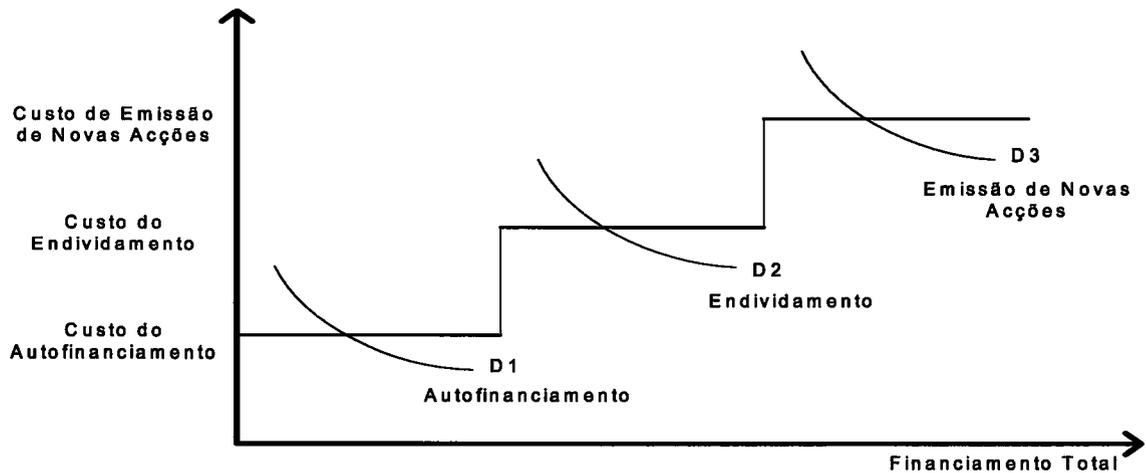
Segundo Ryen et al.(1997:2): “(...) a maior parte da literatura financeira publicada nas últimas quatro décadas trata as diferentes teorias que tentam explicar precisamente o que é que determina a estrutura do capital (...)”. Copeland e Weston (1992:439) consideraram o tema: “(...) one of the most important issues in corporate finance – and one of the most complex ”. A importância que lhe é atribuída, segundo Brandão (2000:218), reside no facto da “ (...) composição dos meios de financiamento entre capitais próprios e endividamento influenciar o valor da empresa (...)”.

A estas afirmações poder-se-á acrescentar que a estrutura de capital é um factor determinante da estabilidade e do sucesso das empresas, na medida em que as decisões de financiamento têm efeito sobre a rentabilidade, pondo em causa o equilíbrio e a sobrevivência da empresa - a deficiente composição do capital dificulta uma boa gestão. Pode ainda adiantar-se que existe alguma inconsistência nos resultados da verificação empírica das construções teóricas que envolvem o tema. A este propósito, Emery e Finnerty (1997:126) afirmaram que: “(...) there is not yet complete agreement about how capital structure affects the value of the firm”, e Brealey e Myers (1998:992) salientaram que uma das interrogações que ainda permanece em finanças é: “ (...) qual a razão porque uma empresa decide emitir títulos de dívida e outra acções?”

Adoptada a distinção conceptual de Scott et al. (1999:514)⁸, a questão da estrutura de capital tem a ver com a procura da mais conveniente estruturação das parcelas do capital próprio e do capital alheio que permite maximizar o valor da empresa.

⁸ “Financial structure – is the mix of all items that appear on the right side of the company’s balance sheet. Capital structure – is the mix of the long-term sources of funds useds by the firm.”

Figura 1.1 - Custos por Fonte de Financiamento



Fonte: FAZZARI, S.; HUBBARD, R. e PETERSEN, B. (citados por Sampalo e Mello, 1996:98)

A justificação da estrutura de capital pode ser vista segundo várias formas, aspecto que dificulta a definição de um modelo explicativo global. Confirmaram isso Harris e Raviv (1991:299), ao afirmarem: "(...) *the theory has identified a relatively small number of «general principles»*(...) ".⁹ Mas, apesar desta dificuldade, podem agrupar-se as diferentes perspectivas - tomando em conta o elemento característico principal de cada uma – nas seguintes linhas de investigação, não esquecendo que a base definida por Modigliani e Miller (1958) esteve no início destes estudos:

- a corrente que justifica a estrutura de financiamento pela procura do equilíbrio óptimo entre o capital alheio e o capital próprio, e que estuda as contingências que determinam os custos e benefícios de cada fonte;
- a corrente dos sinais, segundo a qual os valores dos títulos emitidos pelas empresas é influenciado pela interpretação do mercado aos sinais dados através das decisões financeiras, na medida em que estes sinais constituem indícios sobre os fluxos de rendimentos futuros.
- a corrente da selecção hierárquica, para a qual a estrutura de financiamento obedece a uma ordem de preferências dos gestores;

⁹ Harris e Raviv (1991:278) ultrapassaram a dificuldade de organizar a teoria representada na vasta literatura publicada agrupando os modelos de acordo com as "forças" que determinam a estrutura do capital.

- a corrente que fundamenta no posicionamento estratégico da empresa a escolha dos recursos financeiros a utilizar;

- a corrente que releva a importância das tentativas de controlo da empresa na política de financiamento.

A estas construções teóricas, produzidas ao longo do tempo estão associados conjuntos de factores, objecto de verificação empírica com resultados mais ou menos consistentes.

1.1.1. Determinação da estrutura de capital da empresa

Tendo presente a definição da estrutura de capital referida no ponto anterior, constata-se que, para a escolha do mix de financiamento (isto é, da percentagem de capitais próprios e de capitais alheios/empréstimos) não existe uma fórmula universal, mas sim diferentes opções de acordo com¹⁰:

➤ **Ciclo de vida:** uma empresa na fase de criação e nos primeiros anos de vida é financiada praticamente na totalidade por capitais próprios, quer através de poupanças pessoais dos proprietários, quer através de capital de amigos e/ou família. Nesta fase a empresa dificilmente pode garantir com segurança o pagamento dos juros e reembolso dos capitais alheios. Numa fase posterior e à medida que a empresa vai avançando para a maturidade, pode então recorrer a um maior nível de capitais alheios, tendo já capacidade para gerar um nível de cash-flow¹¹ suficiente de modo a garantir com segurança o pagamento atempado das suas obrigações financeiras.

➤ **Percentagem de custos fixos na estrutura de custos:** uma empresa com demasiados custos fixos, é naturalmente penalizada com uma taxa de juro superior em relação a uma empresa com uma estrutura de custos predominantemente variável, visto que primeira tem sempre de honrar inicialmente os seus compromissos regulares (renda, pessoal, etc.), e só posteriormente os encargos financeiros.

➤ **Risco do negócio:** uma empresa que actue em sectores da economia menos arriscados, como por exemplo, o retalho alimentar ou electricidade, tem custos de

¹⁰ Site http://www.pmelink.pt/pmelink_public/EC/0,1655,1005_5327-3_41098-View_429,00.html

¹¹ O cash flow obtém-se pela soma das amortizações e provisões ao resultado líquido do exercício.

financiamento inferiores aos de uma empresa que actue em sectores mais arriscados, como sejam a internet ou a biotecnologia.

➤ **Percentagem de capital alheio:** a empresa tem de ter em conta qual a taxa de juro atribuída para diferentes percentagens de capital alheio, visto que, se não é difícil negociar empréstimos bancários quando estes representam 20% ou 30% do total de investimentos (sendo o restante capital próprio), tal já não sucede se a situação for a oposta. Neste último caso, a taxa de juro é bastante superior, de modo a que haja uma compensação pela maior exposição ao risco de quem empresta o capital.

No caso das pequenas empresas, a generalidade da literatura, de que se destacam os estudos de Pettit e Singer (1985), Ang (1992), Holmes e Kent (1991) e Hamilton e Fox (1998), assume que essas empresas actuam sem o objectivo da procura de uma estrutura óptima de capitais, e que a teoria das escolhas é particularmente aplicável nesse âmbito. Isto porque as PME apresentam em regra maior volatilidade de rendimentos e valores mais baixos de activos tangíveis, e também porque a pouca transparência da informação financeira que prestam ou a reduzida confiança que merecem aumenta o risco moral que afecta a concessão de crédito. A isso há que acrescentar uma cultura empresarial pautada por preocupações fiscais e avessa à partilha do conhecimento sobre o negócio. Circunstâncias estas que limitam as suas possibilidades de recorrer a empréstimos a longo prazo.

Boedo e Calvo (1997) e Booth et al. (2001), tendo utilizado como indicador o quociente entre o resultado antes de juros e impostos e o activo total, encontraram uma relação de sinal contrário. Jordan e Taylor (1998) consideraram a rendibilidade das vendas, rejeitando a hipótese duma relação negativa. Toy (1974), Baskin (1989), Van der Wijst e Thurik (1993), Michaelas et al. (1999) e Gama (2000) comprovam serem as empresas com rendibilidades mais elevadas as que apresentam níveis maiores de endividamento. Em Jorge (1997), o resultado obtido não é conclusivo: o sinal da relação é diferente, conforme se incluem ou não no cálculo os resultados extraordinários.

Os resultados da utilização da medida de autofinanciamento é mais consistente. Jordan et al. (1998), Shyam-Sunder e Myers (1999) e Arias et al. (1999) utilizaram o “*cash flow*” corrigido, para retirar o efeito escala, com resultados concordantes com a hipótese.

O valor de garantia do activo é outra variável de aproximação utilizada de forma frequente. Exemplos dessa utilização encontram-se em Marsh (1982), Costand et al. (1991), Thies e Klock (1993), Rajan e Zingales (1995), Matias (1999) e Tong (1999), com

base no pressuposto de que o “*collateral*”¹² favorece o recurso ao capital alheio a longo prazo.

No entanto, a interpretação desta variável pode divergir. Titman e Wessels (1988), entendendo uma variação positiva, consideraram que tal se deve ao facto dos accionistas duma empresa endividada terem interesse na realização de investimentos sub-óptimos.

Segundo Grossman e Hart (1982), a possibilidade dos gestores utilizarem recursos da empresa em proveito próprio pode traduzir-se numa relação oposta entre os activos tangíveis e o nível da dívida. Se a empresa estiver endividada a ameaça de insolvência diminui aquela tendência. Os obrigacionistas, ao pretenderem controlar a empresa cujos activos constituem garantias de empréstimos, deparam-se com custos de agência mais elevados. Controlar e monitorar o capital torna-se, desse modo, mais complicado. Então, por forma a limitar os gastos supérfluos dos gestores, quanto menores forem os activos a servir como garantia mais elevados são os níveis de dívida. Nesta linha, Harris e Raviv (1991) consideraram a tangibilidade dos activos a variável mais importante na perspectiva da “*pecking order*”, propondo a hipótese duma relação negativa, porque quando os activos tangíveis são reduzidos os problemas de assimetria de informação são maiores e o endividamento torna-se crescente .

Ferri e Jones (1979) e Baskin (1989), na base de que o emprego de activos fixos aumenta o risco e a volatilidade dos rendimentos futuros, consideraram igualmente uma relação de sinal contrário.

A taxa de crescimento do activo é outra variável que surge na literatura para explicar a teoria da hierarquia de preferências, na perspectiva de que as empresas recorrem ao capital alheio para financiar os seus projectos, face ao esgotamento dos recursos próprios para fazer face à sua expansão. Esta medida encontra-se nomeadamente nos trabalhos de Baskin (1989), Van der Wijst e Thurik (1993), Boedo e Calvo (1997), Jorge (1997) e Gama (2000).

Parte da literatura considera também a dimensão um determinante da capacidade de endividamento e uma medida de aproximação à “*pecking order*”, na perspectiva de que as empresas mais pequenas limitam a sua estrutura financeira com o objectivo de evitar a partilha do negócio. Scott (1976) argumentou que as empresas maiores diversificam a actividade e têm mais facilidade de acesso ao mercado de capitais. Ao pagarem taxas de

12 Activos que são dados como garantias de empréstimos.

juro mais baixas estão em condições de apresentar maiores níveis de endividamento. Ferri e Jones (1979) confirmaram a existência de diferenças na estrutura de financiamento associadas à dimensão das empresas. Mas em Jordan et al. (1998), a hipótese da dívida aumentar com o volume de negócios não encontrou suporte empírico. Para Calomiris e Hubbard (1990), devido à menor possibilidade de prestar garantias, quanto mais pequenas são as empresas maiores são as restrições à concessão de empréstimos a longo prazo. Saá (1996) considerou que nas empresas maiores existe menor assimetria de informação e a possibilidade de se endividarem mais, Arias et al. (2000) fizeram a revisão empírica da “*pecking order*” associada ao efeito dimensão tendo encontrado diferenças significativas entre micro e médias empresas. Concluíram, à semelhança de Tong (1999), Gracia e Arias (2000), Alonso (2000) e Booth et al. (2001), que as empresas mais pequenas endividam-se mais e baseiam o seu financiamento no curto prazo, enquanto as maiores utilizam autofinanciamento.

Em Portugal, para Jorge (1997) a dimensão não constitui um determinante do endividamento. Ao contrário, Gama (1999) e Matias (1999) apuraram níveis de endividamento mais altos nas empresas de maior dimensão. O estudo de Ventura (1997:8) concluiu que o financiamento das empresas nacionais da amostra do Banco de Portugal de 1993 a 1995 aumenta com a dimensão: “(...) *devido à dificuldade das empresas mais pequenas em recorrer ao crédito bancário de médio e longo prazo, seja por apresentarem um risco mais elevado para as instituições de crédito, seja por falta de elementos fiáveis, designadamente contabilísticos para justificar o pedido de crédito.*” Este autor refere também que as pequenas empresas superam dificuldades de financiamento através de empréstimos dos sócios, sendo a principal fonte de financiamento dos investimentos os recursos próprios, com importância crescente com a dimensão. As empresas mais pequenas e as maiores são as que recorrem ao crédito para financiar investimentos, as de dimensão intermédia não o fazem.

1.1.2. Teorias Explicativas

Alguns modelos apontam para a existência de um rácio de endividamento alvo (endividamento/capitais próprios), dos quais se destaca a Teoria do “Trade-Off Estático”, em que é possível estabelecer uma relação óptima entre os capitais próprios e os capitais alheios e determinar, para um dado nível de endividamento, os benefícios fiscais e o custo de incumprimento financeiro. Várias teorias foram desenvolvidas para explicar

melhor esta dinâmica, algumas baseadas na relação de agência, no controlo da propriedade da empresa e nas assimetrias de informação.

Apesar de não ser objecto deste trabalho explicar exhaustivamente os modelos estáticos, é importante referir algumas orientações.

No decorrer do período 1900-1930, a teoria financeira centrou-se na abordagem dos aspectos relacionados com a regulamentação dos mercados de títulos (Campsey e Brigham, 1991). No período 1930-1950, a teoria financeira dirigiu a sua atenção para os problemas de liquidez, falência e reorganização das empresas, continuando a dar atenção aos aspectos relacionados com a regulamentação dos mercados de títulos (Campsey e Brigham, 1991). Em 1958 surge o lançamento das bases da moderna teoria financeira, a partir do trabalho de Modigliani e Miller (1958) que delineou a definição de uma estrutura financeira óptima e estudou o seu impacto no equilíbrio do mercado de capital (Silva, 1994).

Modigliani e Miller (1963) admitem a incidência de impostos sobre o rendimento da empresa e a ocorrência de benefícios fiscais associados à dedução dos encargos financeiros do capital alheio, no apuramento do rendimento tributável (Campsey e Brigham, 1991; Brennan, 1995). Uma das ilações que se pode retirar do trabalho de Modigliani e Miller (1963), acerca das decisões de financiamento das empresas, diz respeito à adopção de uma política de financiamento baseada no recurso ao máximo endividamento possível, visando a maximização do valor de mercado da empresa (Van Horne, 1992). Posteriormente surgem vários trabalhos (Baxter, 1967; Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1976; Kim, 1978), cuja abordagem da estrutura financeira da empresa se baseia no *trade-off* entre o valor actualizado dos benefícios fiscais e o valor actualizado dos custos de falência associados ao endividamento (Silva, 1994; Brennan, 1995). O que no caso das PME pode potenciar a utilização de capital de risco, como única alternativa para a continuidade da empresa.

Num cenário de informação imperfeita e de mercados incompletos, surgem novas abordagens da estrutura financeira das empresas, nomeadamente, a teoria da agência e a teoria do sinal, evidenciando que as decisões de financiamento afectam os fluxos de rendimento das empresas (Silva, 1994). Para McMahon et al. (1993), a teoria da agência e a teoria do sinal têm contribuído significativamente para a evolução da moderna teoria financeira, nomeadamente, no que concerne ao estudo das decisões de financiamento.

No caso de PME's os custos de agência derivam da existência de capital alheio e das relações de propriedade em relação ao capital, tendo maior preponderância se a empresa é jovem, devido à falta de controlo financeiro formal, à flexibilidade de alteração dos activos, e como salientam Barnea et al. (1981), porque o proprietário ou gestor dum negócio pequeno dá prioridade ao seu interesse pessoal, sobretudo nos primeiros anos de vida da empresa, quando a sobrevivência desta está mais comprometida.

Barnea et al. (1981) referiram que, por causa da sua natureza fechada e do seu comportamento defensivo os problemas de "antiselecção"¹³ e "moral hazard"¹⁴ são maiores nas empresas de menor dimensão. Para fazer face a isso, Stiglitz e Weiss (1981) constataram que os bancos respondem com a concessão de crédito garantido. Comportamento este que Binks et al. (1990) concluem ser prática comum no Reino Unido, devido às características assinaladas das PME. Estes autores verificaram ainda que estas empresas eram as que apresentavam activos fixos mais elevados e as que tinham mais facilidade de acesso a financiamento alheio.

A teoria do sinal considera que os aspectos da assimetria de informação são particularmente pronunciados nas empresas de menor dimensão, devido à fraca qualidade da informação financeira prestada os potenciais investidores não conhecem o valor real dos projectos de investimento e não têm a certeza de como os fundos são aplicados. Por outro, em muitos casos, o não haver separação entre propriedade e controlo aumenta a assimetria de informação.

Apesar do contributo da teoria da agência e da teoria do sinal¹⁵, a moderna teoria financeira tem demonstrado algumas deficiências quando se procura adquirir um entendimento mais profundo das decisões de financiamento das PME (McMahon et al.,

13 "anti-selecção" - os investidores valorizam a informação que recebem supondo a possibilidade mais desfavorável, a fim de evitarem o risco de que isso realmente venha a verificar-se.

14 "moral hazard" ou "risco moral" - os investidores não estão certos da actuação dos dirigentes na defesa dos seus interesses.

15 A primeira teoria, iniciada com Jensen e Meckling (1976), considerou a existência de conflitos de interesses entre dirigentes, accionistas e credores, susceptível de modificar as expectativas de rendimento dos investidores e afectar o valor da empresa. Existe uma relação de agência quando uma ou mais entidades (denominadas de principais) contratam uma outra entidade para lhes prestar um serviço, delegando também autoridade para a tomada de decisão. A segunda teoria, cujos percursores foram Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), considera que as decisões financeiras têm valor de informação, referindo que o recurso à dívida é entendido como um sinal informativo para o exterior e um mecanismo de controlo dos conflitos de agência - as decisões de endividamento teriam de ser analisadas em condições de assimetria de informação.

1993). Todavia, para colmatar estas deficiências, existem novas abordagens, nomeadamente as teorias das preferências hierárquicas, do ciclo de vida e da escolha de gestão, as quais têm permitido ganhar entendimento acerca da tomada de decisões de financiamento pelas PME (McMahon et al.,1993; Colot e Michel, 1994; Belletante e Levratto, 1995; Landström, 1995).

1.1.2.1 A Teoria Financeira

Propõe a maximização do valor de mercado da empresa¹⁶ como o objectivo financeiro a prosseguir pela gestão financeira das empresas. Existem duas abordagens diferentes em torno do efeito das decisões relativas à estrutura de capital sobre o valor de mercado da empresa.

Uma das abordagens é feita pelos chamados autores tradicionalistas (Durand, 1959; Schwartz, 1959; Solomon, 1963), segundo a qual existe um nível óptimo para o rácio capital alheio/capital próprio e que maximiza o valor de mercado da empresa.

Vários investigadores (Dobbins e Pike, 1986; Bhattacharya, 1988; Stiglitz, 1988; Ross, 1988;Brigham, 1992; Colot e Michel, 1994) consideram o trabalho de Modigliani e Miller (1958) como o pilar para o desenvolvimento da moderna teoria financeira. Neste estudo artigo estabelecem-se duas proposições importantes sobre as decisões da estrutura financeira das empresas:

- A primeira (**Proposição I**) refere que o valor da empresa é independente das decisões relativas à estrutura de capital, na ausência de impostos sobre o rendimento das empresas.

- A segunda (**Proposição II**) refere que o custo do capital próprio da empresa financiada com capital próprio e capital alheio é igual ao custo do capital da empresa equivalente, financiada apenas com capital próprio adicionado de um prémio de risco financeiro (Van Horne, 1992; Brealey e Myers, 1998).

¹⁶ O valor de mercado da empresa corresponde ao somatório dos cash flows actuais e futuros da empresa, enquanto o valor contabilístico da empresa corresponde à diferença entre o valor contabilístico do total do Activo e o valor contabilístico do Passivo (Petty e Walker, 1978; Silva, 1994).

Com base na **Proposição I**, Modigliani e Miller (1958) demonstraram que o valor de mercado da empresa é função do rendimento médio esperado e da incerteza subjacente a este montante, sendo independente da estrutura de capital.

Aqueles autores explicaram a lógica da perspectiva do Resultado Operacional Líquido, demonstrando a separação formal entre as decisões de investimento e as decisões de financiamento.

Preconizaram ainda que o valor da empresa depende unicamente da capacidade dos activos reais para gerarem rendimento, e justificaram a razão pela qual o custo médio do capital permanece constante independentemente do nível de endividamento, considerados os pressupostos do mercado perfeito: igualdade de informação disponível para todos os investidores e sem custos; divisibilidade dos fundos; não limitação de recursos; racionalidade dos investidores¹⁷; possibilidade de classificação das empresas em classes de “*rendimento equivalente*” com idêntico nível de risco.

Para Modigliani e Miller a decisão de financiamento não influencia o valor da empresa. Este depende das decisões de investimento associadas ao nível de rendibilidade e de risco pretendidos. Defendem que os gestores decidem-se pelos investimentos que maximizam o valor da empresa e ignoram os aspectos financeiros. Uma empresa não pode apresentar valor superior ao de outra apenas porque tem uma estrutura de financiamento diferente, pois os investidores da última podem alcançar uma remuneração idêntica sem aumento de risco. A aplicação de recursos na empresa que apresenta o valor inferior faz aumentar o preço das suas acções e baixar o preço das acções da outra, até que se verifique uma situação de equilíbrio.

1.1.2.2 A Teoria do Equilíbrio

- A irrelevância da estrutura de capital assenta na ausência de imperfeições do mercado - condição que não se observa na prática - situação que motivou a evolução da teoria no sentido de considerar as consequências derivadas daquelas imperfeições.

As diversas perspectivas que foram surgindo apresentam uma característica comum: através da introdução na discussão dos benefícios e custos inerentes a cada uma das

¹⁷ Para igual risco preferem maior rendibilidade, e para igual rendibilidade menor risco.

fontes de financiamento utilizadas pela empresa, fundamentam a estrutura de capitais na procura dum equilíbrio entre recursos próprios e alheios.

a) Os Impostos

Em 1963 Modigliani e Miller publicaram um artigo no qual, face ao irrealismo da inexistência de impostos, alteraram este pressuposto inicial. O resultado foi a obtenção de uma conclusão distinta daquela a que tinham chegado anteriormente, e agora concordante com o interesse da empresa em endividar-se ao máximo. Em síntese, concluíram: se o custo da dívida diminui, devido ao efeito do imposto sobre os lucros das empresas, então o endividamento contribui para aumentar o valor.

Os autores consideraram que a cotação de uma empresa endividada é igual à de uma empresa não endividada da mesma classe de risco, adicionada do ganho fiscal devido ao endividamento.

Este benefício corresponde ao produto da taxa de imposto pelo montante da dívida e representa a diferença de valor entre as duas empresas. Verifica-se que a vantagem resultante do endividamento aumenta com esse endividamento. Deste modo, em teoria, o valor da empresa é maximizado quando é financiada na totalidade com capital alheio. Como esta consequência extrema não corresponde ao comportamento real das empresas, Modigliani e Miller justificaram a sua não adopção pela prudência dos gestores em conservarem certa capacidade de endividamento, ou preservarem alguma flexibilidade financeira.

Miller (1977) introduz na discussão a questão dos impostos sobre o rendimento das pessoas singulares. Analisa as consequências da diferença na tributação do capital próprio e do capital alheio ao nível dos particulares e a possibilidade dos investidores estarem sujeitos a diferentes taxas de imposto. Concluiu que, neste quadro, a estrutura de capital é irrelevante. Com a existência de tributação sobre a empresa e sobre os investidores particulares o objectivo da empresa é minimizar o custo actual de todos os impostos a pagar a partir dos resultados.

O benefício fiscal ao nível da empresa é anulado pelo acréscimo do juro que a empresa terá de pagar para aliciar novos investidores, sujeitos estes também ao pagamento de mais imposto. Torna-se assim indiferente para cada empresa o financiamento com capital alheio ou capital próprio, uma vez que o custo de ambos é idêntico.

A existência dos impostos sobre os particulares origina ainda o fenómeno designado por Miller (1977) como “efeito de clientela”: as empresas caracterizadas por altas ou baixas proporções de dívida na estrutura de capitais atraem certas categorias de investidores. Quando o mercado está em desequilíbrio, as empresas financiadas sobretudo com capital próprio, atraem os investidores sujeitos a taxas de imposto sobre o rendimento pessoal mais altas, enquanto os investidores sobre quem incidem taxas mais baixas procuram as empresas com maior proporção de capital alheio na estrutura do capital. A vantagem fiscal associada ao juro provoca o interesse da empresa em aumentar o seu nível de endividamento, procurando investidores que optem pelas obrigações em detrimento das acções. Começam por ser atraídos os investidores com imposto pessoal nulo. Com o crescimento da dívida, as empresas para incentivarem a aquisição das obrigações que emitem, oferecem remunerações superiores.

Acrescente-se que, face à grande variedade de investidores no mercado sujeitos a diferentes situações fiscais¹⁸, o estudo do efeito da fiscalidade pode tornar-se complexo. Citando Brigham et al. (1994:375), a propósito do ganho fiscal associado ao imposto sobre lucros e ao imposto sobre o rendimento dos particulares: “*It is difficult to say what the net effect of the two factors*”.

A acrescentar ao argumento dos impostos, contrariando também a posição de Modigliani e Miller (1963), De Angelo e Masulis (1980) introduziram na discussão os benefícios fiscais associados à realização de investimentos e à depreciação do activo. Consideraram existirem outros custos (amortizações; crédito de imposto por investimento)¹⁹ que, ao ocasionarem poupanças fiscais, constituem alternativas ao benefício associado aos juros. Concluíram que um nível de endividamento crescente pode provocar insuficiência de resultados, comprometendo a probabilidade da empresa tirar partido da vantagem fiscal, e que o facto dos custos que não são juros serem mais elevados nas empresas menos endividadas, contraria o argumento do endividamento constituir um recurso para acrescentar valor.

Na mesma linha de oposição a Modigliani e Miller, Balakrishnan e Fox (1993) reconheceram que raramente se observam empresas inteiramente financiadas com dívida e que esta situação não tem associação directa com a existência do imposto sobre os lucros das empresas.

¹⁸As diferenças nas preferências dos investidores por razões fiscais é discutida com evidência empírica em Copeland e Weston (1992).

¹⁹ Designados por “*outros benefícios fiscais para além da dívida*”.

O argumento da existência de benefícios fiscais motivados por outros custos além dos juros foi confirmado por Bradley et al. (1984), Kim e Sorensen (1986), Barton e Gordon (1988), Titman e Wessels (1988), Costand et al. (1991), Balakrishnan e Fox (1993), Van der Wijst e Thurik (1993) e Saá (1996), através da comprovação de uma relação negativa entre o endividamento e aqueles benefícios. Na verificação empírica foram utilizadas como medidas de aproximação as amortizações, o valor do crédito de imposto por investimento, ou o somatório de ambas as variáveis, quer divididas pelo resultado antes de juros e impostos, quer divididas pelo activo total ou pelos custos totais, para retirar o efeito escala.

O montante das amortizações pode revelar-se uma medida desadequada para medir o benefício fiscal, já que as amortizações podem servir para avaliar a prestação de garantias na concessão de empréstimos, sendo então a variação prevista positiva para com o rácio da dívida, e não negativa, como apontado pela óptica do ganho fiscal.

Na linha dos argumentos não concordantes com a hipótese produzida por De Angelo e Masulis (1980) surgem os resultados de Pettit e Singer (1985) que, no âmbito das pequenas empresas, verificaram reduzida possibilidade de obtenção de outros benefícios fiscais para além dos juros da dívida.

Jordan e Taylor (1998) utilizaram a taxa efectiva de imposto sobre os lucros como “*proxy*” dos benefícios fiscais para além da dívida, tendo alcançado um resultado que rejeitou a hipótese original sugerida pela teoria.

Shyam-Sunder e Myers (1999), aplicaram como medida o quociente entre o imposto pago e as vendas ou o activo, e Booth et al. (2001) a taxa média de imposto, indicadores que se revelaram pouco eficazes, pelo facto de poderem ser também entendidos como medidas alternativas de rendibilidade: mais imposto supõe melhores resultados, maior capacidade de autofinanciamento e menor necessidade de recurso ao financiamento externo.

Em suma os modelos de verificação empírica relativos ao efeito fiscal revelaram-se pouco convincentes.

b) Custos de Falência

A falência pode ser definida como: "(...) um mecanismo legal que permite aos credores assumir o controlo da empresa, quando a descida do valor das acções provoca o incumprimento da dívida." (Brealey e Myers, 1998: 487).

Uma situação de falência verifica-se quando os accionistas fazem uso do direito a considerar a empresa em situação de incumprimento. Os custos de falência são os que resultam da utilização desse mecanismo legal, e podem determinar uma estrutura óptima de capitais.

Os modelos baseados nos custos de falência apareceram com Baxter (1967) e Kraus e Lintzenberger (1973), com saliência também para os trabalhos de Scott (1976), Warner (1977) e Kim (1978).

No âmbito desta corrente, a estrutura de financiamento é explicada através do "trade-off" entre os benefícios da redução dos custos financeiros por razões fiscais e o acréscimo dos custos de falência derivados do aumento do risco financeiro resultante do crescimento da dívida. A existência do imposto sobre o rendimento favorece o endividamento, enquanto os custos de falência limitam essa vantagem.

Numa situação de risco de falência, a empresa perde capacidade negocial perante fornecedores, clientes e instituições de crédito, e pode verificar-se a saída para a concorrência de recursos humanos especializados. Estas dificuldades materializam-se na diminuição das vendas e na variabilidade dos proveitos, com implicações sobre o valor da empresa, designados de custos "ex-ante" ou indirectos. Mas além destes existem outros custos, designados directos ou "ex-post", de natureza legal (taxas associadas ao processo de falência) e de natureza administrativa (a suportar em caso da reestruturação da empresa ou da sua liquidação).

Na perspectiva de falência da empresa os accionistas perdem o controlo para os credores, que têm prioridade no processo de liquidação e suportam os custos "ex-post", bem como exigem taxas de remuneração mais elevadas, com reflexo sobre o custo do capital e o valor da empresa. Deste modo, as empresas que tenham de suportar custos de falência elevados endividam-se menos. O risco de falência pode levar ao abandono de projectos de investimento com VAL²⁰ positivo, com consequências sobre o valor da

²⁰ VAL- valor actual liquido.

empresa. O desequilíbrio financeiro reduz o valor de mercado da empresa e dificulta-lhe o recurso a empréstimos²¹.

Perante este quadro, o argumento que favorece uma proporção importante de capital alheio, pelas razões do juro ser dedutível no imposto, permitir maior autonomia na gestão, os credores estarem limitados a um retorno fixo não proporcional ao andamento do negócio, pode ter, face aos custos de falência, um efeito perverso sobre o valor da empresa.

A taxa de rendibilidade exigida pelos investidores, K_p , decompõe-se na taxa de remuneração sem risco, K_f , mais o prémio de risco de negócio²². Este é obtido pela diferença entre a taxa de rendibilidade exigida para uma estrutura de capitais sem endividamento e a taxa de remuneração sem risco. Quando a dívida aumenta, a taxa de rendibilidade exigida sobe de forma linear²³. O seu aumento representa o prémio de risco financeiro. A partir de certo grau de alavanca, a ameaça de falência eleva de forma crescente a remuneração esperada: as tensões financeiras reflectem-se sobre K_p .

No caso da existência de impostos a situação descrita sofre alteração, podendo afirmar-se que existe uma estrutura óptima de capitais. O espectro da falência, associado à incerteza da evolução do efeito líquido das taxas de imposto (sobre o lucro das empresas e o rendimento dos particulares), atenua a vantagem decorrente do ganho fiscal relativo aos encargos financeiros. A probabilidade de falência varia a uma taxa crescente com o endividamento, sendo o aumento deste penalizado pelos investidores. O valor da empresa aumenta a uma taxa decrescente e após certo nível de endividamento começa a baixar. O valor da empresa é igual ao valor da mesma empresa se apenas financiada por capitais próprios, mais o valor actual do efeito líquido das taxas de imposto, menos o valor actual dos custos do risco de falência.

Boedo e Calvo (1997) verificaram que a maior variabilidade do rendimento aumenta a probabilidade dos lucros da empresa serem insuficientes para fazer face aos custos fixos de exploração, resultando daqui uma menor capacidade de endividamento da empresa. Toy et al. (1974), Bradley et al. (1984), Friend e Lang (1988), Allen (1995) e Booth (2001)

²¹ Ao invés do argumento da vantagem fiscal da dívida.

²² O risco de negócio depende do nível dos custos fixos. Se são altos, uma pequena baixa nas vendas provoca um grande queda no ROE (return on equity) . *“Quanto maior o volume de custos fixos mais alto grau de alavanca operacional. Quanto maior a alavanca operacional maior o risco de negócio”*. (Neves,1990:123).

²³ O risco do negócio é concentrado nos accionistas. Os titulares do empréstimo recebem os juros e não suportam este risco (Neves,1990:157).

utilizaram como variáveis da medida de risco o desvio padrão do resultado operacional dividido pelo activo total. Ferri e Jones (1979), Kim e Sorensen (1986) e Costand et al. (1991) aplicaram o coeficiente de variação de Pearson dos resultados²⁴.

Com a introdução da variável do risco de falência na discussão, perdeu consistência o argumento, que não tinha sido contrariado em definitivo pela questão dos impostos, de que a proporção da dívida deve ser elevada de forma a aumentar o valor da empresa.

Mas quer a análise em torno da questão dos impostos, quer a abordagem dos custos de falência, manifestam insuficiências de evidência prática. A discussão progrediu no sentido da concepção da empresa como um vínculo de relações, surgindo assim, a teoria de agência e a teoria de sinalização.

A primeira, iniciada com Jensen e Meckling (1976), considerou a existência de conflitos de interesses entre dirigentes, accionistas e credores, susceptível de modificar as expectativas de rendimento dos investidores e afectar o valor da empresa. A segunda, cujos precursores foram Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), referiu que o recurso à dívida é entendido como um sinal informativo para o exterior e um mecanismo de controlo dos conflitos de agência - as decisões de endividamento teriam de ser analisadas em condições de assimetria de informação.

c) Custos de Agência

Jensen e Meckling (1976), baseados num trabalho inicial de Fama e Miller (1972), descreveram a empresa como um palco de conflitos de interesses entre os proprietários dos títulos e os dirigentes que manipulam os activos, de tal forma que estes conflitos influenciam as decisões financeiras. Como refere Hart (1992:27): "(...) *if there were no significant conflicts of interest between insiders and outsiders, capital structure would look very different(...)*".

Entre os interessados na empresa destacam-se dois tipos de relações: directivas - entre os dirigentes que actuam como agentes e os proprietários que actuam como principais, que originam custos de agência do capital próprio; e de endividamento - entre os

24 Desvio padrão de x / Média de x

accionistas (agentes) e os credores (principais)²⁵, que provocam custos de agência do capital alheio.

Os custos de agência são consequência do possível prejuízo que possa sofrer o principal (proprietário ou credor), devido às possíveis actuações do agente (director ou accionista). Estes custos repercutem-se no valor dos títulos, provocando uma diminuição do seu valor.

Deste modo, para Jensen e Meckling (1976), mesmo na ausência de impostos e de custos de falência, a existência duma estrutura óptima de capitais justifica-se pela procura da minimização dos custos de agência totais.

Os custos de agência do capital próprio dizem respeito a acções de monitorização ou controlo exercidas pelos accionistas. Estes procuram assegurar-se que os gestores actuam no seu interesse e não tomam decisões de mobilização de recursos da empresa em benefício próprio, através da atribuição de gratificações e/ou da realização de investimentos que não provocam o aumento do valor da empresa. Para Grossman e Hart (1982), uma maneira de evitar estas decisões ineficientes dos directores é “amarrar” os cash flows líquidos, através da sua devolução aos accionistas na forma de dividendos mais altos, ou por intermédio da alteração da estrutura de capitais com aumento do volume da dívida: as exigências derivadas do maior serviço da dívida forçariam os gestores a serem mais disciplinados nos gastos – o endividamento comportaria benefícios de agência. Outra forma de reduzir o arbítrio dos gestores, de acordo com Bernake (1990), é eles tornarem-se accionistas, por meio de operações de *MBO*²⁶.

Harris e Raviv (1991) e Stulz (1988) verificaram ainda outras diferenças entre estes agentes: os gestores têm sempre preferência na manutenção da actividade da empresa, mesmo que, numa situação extrema, os investidores prefiram a sua liquidação; ao contrário dos accionistas, os gestores preferem a realização de investimentos em alternativa ao pagamento de dividendos. E para Hirshleifer e Thakor (1989), um gestor que tenha que escolher entre dois projectos opta pelo mais seguro, por aquele que apresenta menor risco. Preocupa-o principalmente a avaliação que é feita da sua decisão. Importa-lhe a sua reputação, acertar na decisão, mesmo que o projecto

²⁵ Os que são afectados pelas decisões financeiras.

²⁶ Management Buy Out – Intervenção de capital de risco dirigido para a aquisição de acções da empresa pelos seus gestores.



escolhido não seja o da preferência do accionista (a este interessa aquele que apresente um rendimento esperado mais elevado).

Os custos de agência derivados dos interesses antagónicos entre accionistas e obrigacionistas têm a ver com o valor das oportunidades objecto de renúncia e com os custos de prevenção de perdas por parte dos credores.

Myers (1977) considerou que os accionistas duma empresa que apresente elevado nível de endividamento não têm razões para investir em projectos rendíveis²⁷, porque os “*payoffs*” positivos daí resultantes beneficiariam os titulares da dívida. Daí a estrutura de capitais influenciar a rejeição de investimentos com VAL positivo²⁸ que aumentem o valor da empresa. Para Diamond (1989), os credores impõem cláusulas nos contratos de empréstimo que impedem más decisões operacionais e despesas de investimento sem o seu acordo. Antecipam-se, exigindo taxas de juro mais elevadas; impondo valores mínimos de investimento; proibindo a venda de activos e limitações à distribuição de dividendos.

Ainda no âmbito dos conflitos de agência, a responsabilidade limitada dos accionistas incentiva o recurso a capital alheio para a realização de investimentos de elevado risco e baixa rentabilidade, inclusive com valor actual líquido negativo: Há transferência de valor dos obrigacionistas para os accionistas, transferência esta designada por “*efeito de substituição de activos*”: a perda de valor da empresa é realizada à custa da diminuição do valor dos capitais alheios. Em caso de sucesso, os accionistas apropriam-se da maior parte dos ganhos, se houver insucesso os resultados negativos são suportados pelos credores (Emery e Finnerty, 1997).

A transferência de valor pode ser também concretizada por meio do pagamento de dividendos: o preço das acções desce, mas menos que o montante dos dividendos distribuídos, porque a perda de valor é partilhada com os credores (Silva, 1991).

Titman (1984), Williamson (1988) e Fama (1990) estenderam os custos de agência a outros grupos que interagem com a empresa e que também podem ser afectados pelas decisões financeiras : clientes, trabalhadores e fornecedores.

²⁷ Problema de sub investimento.

²⁸ A sua aceitação depende do nível dos cash-flows ser considerado aceitável face ao custo do investimento e à remuneração dos credores.

No caso de PME, a não separação entre a propriedade e o controlo resulta na inexistência de custos de agência derivados de relações directivas, mas os custos de agência derivados do capital alheio podem ser maiores, em particular se a empresa é jovem, devido à falta de controlo financeiro formal, à flexibilidade de alteração dos activos e como salientam Barnea et al. (1981), porque o proprietário ou gestor dum negócio pequeno dá prioridade ao seu interesse pessoal, sobretudo nos primeiros anos de vida da empresa, quando a sobrevivência desta está mais comprometida.

Este conflito afecta igualmente, as relações entre as SCR e os restantes proprietários do capital, levando essas sociedades a desenvolver estratégias para evitar conflitos e represálias (Qing Lu, et al., 2006).

Maiores oportunidades de crescimento estão associadas ao menor nível da dívida, tal como é sugerido por Myers (1977), Rajan e Zingales (1995), Alonso et al. (2000) e Booth et al. (2001).

As diferentes perspectivas teóricas já referidas sustentam-se no abandono da independência das decisões de investimento e de financiamento. Explicam a estrutura de capitais pela procura de equilíbrio entre capital próprio e capital alheio de forma a minimizar o custo do capital²⁹ e a maximizar o valor da empresa. Nessas abordagens, segundo Brandão (2001:231), *“é possível estabelecer uma relação óptima entre os capitais próprios e os capitais alheios e determinar, para um dado nível de endividamento, os benefícios fiscais e o custo de incumprimento financeiro”*.

Bradley et al. (1984) encontraram alguma evidência prática nesses modelos, mas ao contrário, Titman e Wessels (1988) não confirmaram essa eficácia explicativa, porque afirmam não ser possível quantificar com exactidão o custo e o benefício do recurso ao empréstimo, de forma a encontrar a estrutura óptima de capitais que maximiza o valor da empresa. Referem que tal estrutura existe, mas que se altera sempre que as operações da empresa e as preferências dos investidores se modificam, o que torna difícil expressá-la de forma precisa, situação que no entanto pode ser contornada pela definição de um intervalo óptimo.

Estas conclusões, e a observação de Donaldson (1961) que as opções de financiamento não se baseiam na procura de equilíbrio, ocasionaram o aparecimento de outras perspectivas de abordagem, tratando o problema sob outros pontos de vista.

²⁹ Custo médio ponderado de todas as fontes de financiamento.

Assim, na procura da explicação dos resultados de Donaldson, a investigação dirige-se para a análise dos aspectos relativos à influência da informação sobre as decisões financeiras.

1.1.2.3 A Teoria dos Sinais

Esta corrente considera que as decisões financeiras têm valor de informação. A valorização dos títulos emitidos pelas empresas depende da forma como o mercado interpreta os sinais dados pelas posições assumidas pelos gestores, na medida em que estes sinais constituem indícios sobre os fluxos de rendimento futuros.

Os primeiros trabalhos nesta área foram realizados por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), cuja argumentação se fundamenta na observação de que os gestores sabem mais acerca das perspectivas, riscos e valores das respectivas empresas, do que os investidores externos. Aqueles têm informação privilegiada acerca dos fluxos de rendimento e das oportunidades de investimento. Podem então exagerar as qualidades da empresa e ocultar as suas debilidades, sendo custoso e por vezes impossível para o observador externo averiguar esses aspectos. Os gestores podem também ter alguma relutância em descobrir os méritos e os projectos da empresa de forma clara, para evitar que os concorrentes utilizem isso como vantagem. Trata-se do problema da assimetria de informação. Os gestores dão sinais ao mercado sobre as capacidades das empresas, objecto de interpretação pelos investidores: “(...) *actions speak louder than Word (...)*” (Van Horne, 1992:276).

A estrutura de capital pode assim ser utilizada para informar o mercado acerca das características da empresa, sendo os gestores incentivados a sinalizarem correctamente o mercado sobre as potencialidades da empresa. Qualquer alteração na estrutura de capital é entendida pelo mercado como uma perspectiva sobre os fluxos de caixa que a empresa pode gerar no futuro. Se os gestores aumentam o nível da dívida é porque as expectativas que têm acerca do futuro da empresa lhes permite fazer face às obrigações daí derivadas.

Para que o equilíbrio seja possível, os gestores devem ser incentivados a transmitirem sinais verdadeiros. Um gestor transmite o sinal correcto sobre as características da empresa se o ganho marginal de um sinal falso for inferior aos custos de falência por ele suportado.

Da teoria dos sinais resulta um conjunto de argumentos que são aceites como contributos relevantes para a construção da teoria, de que se destacam os seguintes:

- as dificuldades dos investidores em verificar e avaliar a informação proporcionada pelos gestores, em conjunto com o interesse destes em comunicar apenas o que for favorável e fazer passar por tal mesmo aquilo que o não seja, pode provocar situações designadas de "*selecção adversa*";
- a assimetria de informação pode conduzir à subvalorização da empresa pelo mercado, devido aos investidores não disporem da informação necessária a uma correcta estimação do valor do investimento, o que prejudica não apenas os proprietários dos títulos mas também se repercute, de forma negativa, sobre os dirigentes, incentivando-os a procurar a forma mais credível de transmitir a informação favorável;
- os problemas de informação assimétrica entre directores e accionistas não só incentivam o recurso ao endividamento como meio para limitar a acção discricionária dos primeiros, como explicam o facto dos accionistas valorizarem a situação e as perspectivas da empresa, interpretando as decisões financeiras como sinais sobre a informação privada de que dispõem os gestores;
- o interesse dos dirigentes em evitar situações de insolvência faz com que os accionistas interpretem um maior endividamento como sinal de que o risco de fracasso da empresa não é relevante, pois caso contrário os dirigentes sairiam prejudicados, ao verem diminuída a sua reputação e prestígio profissional, ou aumentada a probabilidade de alteração do controlo da empresa acompanhada de nova equipa directiva;
- uma empresa ao financiar-se com capital alheio transmite para o mercado a informação de que tem capacidade financeira para cumprir os compromissos da dívida;
- a emissão de acções pode ser entendida como forma de captar novos investidores que comunguem dos prejuízos previsionais, de que resulta uma perda de valor.

A estes princípios há que acrescentar ainda a importância da política de dividendos como forma de sinalização. As decisões sobre dividendos fornecem indicações sobre as capacidades da empresa para gerar rendimento. Nesta linha Sarig (1988) concluiu que a combinação do nível de endividamento com o compromisso de pagamento de dividendos aumenta a reputação da empresa: se os fluxos gerados não forem suficientes para dar cobertura a um dividendo elevado e manter o nível de distribuição esperado pelo mercado, não há interesse em enviar um "*signal*" falso, pois o custo resultante da

necessária redução desse dividendo não compensaria os benefícios da sobrevalorização da empresa. A teoria considera que os aspectos da assimetria de informação são particularmente pronunciados nas empresas de menor dimensão. Isto porque, devido à fraca qualidade da informação financeira prestada, os potenciais investidores não conhecem o valor real dos projectos de investimento e não têm a certeza de como os fundos são aplicados, situação que condiciona a estrutura de capitais dessas empresas e a avaliação que é feita dos seus activos.

Como salienta Ang (1992), nas PME a inexistência dum mercado de capitais enquanto instrumento de valorização, a flexibilidade de actuação da gestão, e o facto de, em muitos casos, não haver separação entre a propriedade e o controlo, resulta num alto grau de assimetria de informação entre os gestores e os restantes agentes.

Pettit e Singer (1985) verificaram igualmente a acuidade da teoria dos sinais no âmbito das pequenas empresas, principalmente a partir do momento em que a sua expansão as obriga a recorrer a financiamento externo, tendo concluído que o custo e a concessão de crédito a negócios de menor dimensão tem a ver com a menor qualidade dos dados prestados e a variação dos comportamentos financeiros dessas empresas. Ao nível do capital de risco, a maioria das novas operações de capital de risco falha e no total uma em cada 10 obtêm uma valorização positiva (Mason e Harrison, 2002; Mainigart et al., 2002; Kleimam e Shulman, 1992; Bigrave, 1989)). Essa posição explica o facto de que cerca de 50% dos fundos sob gestão das SCR estão disponíveis para aplicação. Contudo, é possível melhorar essa posição se as SCR continuarem a apoiar empresas onde já anteriormente investiram (Abooby and Lev, 2000) , uma vez que em termos informativos as dominam, obtendo assim benefícios via assimetria da informação.

A argumentação baseada na assimetria da informação dá azo ao aparecimento de outra linha de investigação. Como afirmaram Michaelas et al. (1999:116): “(...) a principal conclusão dos argumentos baseados na assimetria de informação, é a hipótese «pecking order»”, também conhecida por teoria da selecção hierárquica ou das escolhas.

1.1.2.4 A Teoria da Selecção Hierárquica

O estudo de Donaldson (1961) relativo às práticas de financiamento numa amostra de grandes empresas concluiu que os gestores tinham preferência pelos fundos gerados internamente.

Myers e Majluf (1984) fundamentaram aquela conclusão: há uma ordem nas preferências dos gestores que reflecte os custos relativos das várias fontes de financiamento. Para aqueles autores a aversão ao risco dos dirigentes conduz à realização de investimentos que reduzem a variabilidade dos fluxos de tesouraria, facto que tem influência nas opções pelas diferentes alternativas de financiamento. Em vez do objectivo de equilíbrio, as empresas seguem uma ordem na escolha para financiarem novos investimentos. Nessa ordem, os recursos internos são a fonte prioritária. Os dirigentes recorrem ao capital externo apenas quando existem investimentos rentáveis e o auto financiamento não é suficiente para os concretizar. Neste caso procuram primeiro o financiamento alheio, reservando a emissão de fundos próprios para última alternativa, devido à informação negativa que transmite aos accionistas.

Ao estabelecer interacções entre os investimentos e a estrutura do capital, Myers (1984) concluiu que a estrutura do capital é determinada de forma a minimizar as decisões de investimento ineficientes causadas pela informação assimétrica. A informação pode afectar o valor se os investidores subavaliam a empresa, ao estarem menos bem informados do que os gestores acerca do valor dos activos. Se a empresa pretende financiar novos projectos através da emissão de acções, a subavaliação pode fazer com que os novos investidores captem mais do que o valor actual líquido (VAL) do novo projecto, o que resulta numa perda líquida para os actuais accionistas, levando à rejeição do investimento mesmo que o seu VAL seja positivo.

Verifica-se assim que a emissão de novas acções provoca uma reacção negativa do mercado, como concluíram Harris e Raviv (1991:307): *"The most important implication is that, upon announcement of an equity issue, the market value of the firms existing shares will fall"*. Então, para contornar decisões de subinvestimento, a empresa deve financiar-se com prioridade através de títulos de dívida não subavaliados pelo mercado.

Korajczyk et al. (1990) referiram ainda que o problema de subinvestimento tem menor importância depois da divulgação da informação veiculada pelo relatório anual da empresa.

Outros investigadores desenvolveram as ideias básicas de Myers e Majluf. Krasker (1986) demonstrou que o recurso à emissão de acções tem tanto pior efeito de sinalização para o mercado (consequente queda do preço da acção) quanto maior o montante de capital a emitir.

Para Thies e Klock (1993), a informação assimétrica encoraja as empresas a reservarem certa capacidade de endividamento com o intuito de financiarem futuras oportunidades de

investimento. Devido ao desconhecimento do mercado sobre a situação da empresa e as suas perspectivas futuras, o recurso ao financiamento com fundos próprios evita o problema dos títulos para financiamento de novos projectos poderem ser transaccionados a um preço inferior, com perda para os accionistas actuais.

Baskin (1989:33) reforçou a ideia da importância da teoria das escolhas, referindo: "(...) *the accumulated evidence in favor of the «pecking order» hypothesis is now substantial*". Na mesma linha, Shyam-Sunder e Myers (1999) concluíram ser o teste à "*pecking order*" uma boa aproximação à explicação do comportamento financeiro actual das empresas, quando testada em contraste com a teoria estática. A mesma conclusão foi avançada por Fama e French (2000), ao verificarem que as empresas com maiores oportunidades de investimento apresentam menores níveis de endividamento do que o prognosticado pelos modelos "*trade-off*".

Todavia, nem todas as conclusões estão na linha das posições anteriormente referidas. Marsh (1982) apurou evidência nos objectivos da empresa em conseguir um nível de endividamento óptimo. Brennan e Krauss (1987), Noe (1988), e Constantinides e Grundy (1989) lançaram dúvidas sobre a "*pecking order*", argumentando que as empresas não têm necessariamente preferência pela utilização de capital alheio ou de capital próprio, e que o problema do subinvestimento pode ser ultrapassado com a diversificação das alternativas de financiamento.

1.1.2.5 Modelos Baseados Na Estratégia

Nos últimos anos, através de Brander e Lewis (1986), iniciou-se uma nova abordagem a do endividamento por razões estratégicas. A hipótese central destes modelos enfatiza as interacções entre a estrutura de capital e a estratégia de competição da empresa no mercado. As características dos activos, produtos e inputs da empresa influenciam a sua capacidade de endividamento³⁰.

Conjuga-se a preocupação dos gestores em maximizar o valor do capital próprio com a perspectiva da teoria sobre economia industrial (esta considera que a empresa, na escolha da sua estratégia competitiva, tem como objectivo a maximização do valor dos seus produtos).

³⁰A este propósito veja-se que os factores associados a uma estratégia de diversificação e a uma de inovação afectam de forma distinta o nível de endividamento.

Por um lado, o tipo de financiamento utilizado e o custo do capital têm implicação na estratégia seguida pela empresa, por outro lado, o tipo de investimentos realizados e as diferentes formas de gestão influenciam a estrutura financeira.

Williamson (1988) considerou que a estrutura de capital de uma empresa pode ter mais a ver com factores estratégicos do que puramente financeiros. Jordan et al. (1998:23) confirmaram a importância da estratégia: "*The capital market's response to financial and strategic signals is evident from our research*". Balakrishnan e Fox (1993:4) concluem que a capacidade da empresa para pedir emprestado tem a ver com: "(...) *its business strategy and the nature of the assets and skills required to implement that strategy.*" Titman (1984) investigou as interações entre a estratégia e o nível da dívida, tendo apurado endividamentos mais baixos nas empresas que vendem produtos duráveis ou que carecem de assistência técnica e nas empresas que vendem produtos dificilmente copiáveis. Isto motivado pelos maiores custos que essas empresas impõem aos clientes, fornecedores e trabalhadores, numa situação de falência.

Brander e Lewis (1986) consideraram que o acréscimo de endividamento induz os accionistas a interessarem-se por estratégias de negócio mais arriscadas. O aumento da dívida pode ser aproveitado para obter ganhos de quota de mercado, com reflexos sobre o valor da empresa.

Maksimovic (1986) associou a capacidade de endividamento à elasticidade da procura. Sarig (1988) explicou o nível da dívida pelas características do capital-conhecimento, e referiu que a possibilidade de acesso a mercados alternativos facilita o acesso ao financiamento através de dívida. Robson et al. (1994) comprovaram que a primeira permite o recurso a mais capital alheio do que a segunda, devido ao maior risco que esta comporta.

Bowen et al. (1982) e Bradley et al. (1984) avaliaram a influência das estratégias competitivas das empresas e dos sectores, tendo concluído que os rácios da dívida são similares entre empresas dentro da mesma indústria.

Titman e Wessels (1988), Castanias (1983), Lang e Malitz (1985), Kester (1986) e Marsh (1982) caracterizaram os níveis de endividamento de sectores específicos, tendo confirmado o facto do endividamento aumentar com o volume dos activos fixos e as oportunidades de crescimento, e diminuir com os gastos em publicidade, as despesas em investigação e desenvolvimento e a singularidade dos produtos. As empresas em crescimento, que utilizam tecnologia de ponta, e aquelas cujos activos comportam riscos, recorrem menos a empréstimos.

Jordan et al. (1998) consideraram que as empresas que seguem estratégias de inovação têm níveis de endividamento mais baixos do que aquelas que apontam para estratégias competitivas diferentes, porque ao alterarem de forma constante os seus produtos ou processos de produção oferecem certa imagem de risco aos potenciais investidores.

Uma estratégia de diversificação pode conduzir a diferente interpretação. Não existe uniformidade na literatura quanto ao seu comportamento. Arias et al. (2000) consideraram que a existência duma estratégia de diversificação é um bom sinal para os financiadores.

Esta posição não é partilhada, quer por Robson et al. (1994), quer por Jordan et al. (1998), que assumiram como ponto de partida uma relação negativa, no pressuposto de que em muitas PME os empréstimos constituem a principal fonte de financiamento. Os bancos estão mais disponíveis para emprestar quando a empresa está inserida numa área de actividade que conhece bem. Por isso uma estratégia de diversificação significa maior risco, factor que afecta o custo do financiamento. O contrário daquilo que se verifica em relação às grandes empresas.

A singularidade dos produtos e as características da actividade são outras medidas utilizadas para avaliar a teoria da estratégia. Em Bowen et al. (1982) e em Scott e Martin (1976) as médias das estruturas financeiras de diferentes indústrias apresentam diferenças significativas.

Já em Remmers et al. (1974) a classificação industrial não tem influência sobre o nível de endividamento. Para Scott (1976) a estrutura industrial determina o risco e os custos de falência, justificado pelo facto de empresas que utilizam tecnologias similares se depararem com o mesmo nível de incerteza na variabilidade dos "cash flows". Myers (1984) concluiu que os rácios da dívida variam de indústria para indústria devido ao tipo de activos. Harris e Raviv (1991) encontraram semelhanças no endividamento das empresas dentro do mesmo sector. Balakrishnan e Fox (1993) apuraram que as características estruturais do sector não são tão importantes quanto os aspectos específicos da gestão do risco, embora o efeito-indústria seja verificável na estrutura do capital das pequenas empresas. No trabalho de Jordan et al.(1998) foi rejeitada a hipótese do sector determinar a estrutura financeira das pequenas empresas, ao assumir-se que existe um padrão de financiamento para cada indústria devido ao risco de negócio.

1.1.2.6 A Abordagem Orientada para o Controlo da Empresa

As tentativas de controlo da empresa condicionam a estrutura de capital, sendo esta uma abordagem que surgiu nos anos oitenta, caracterizadas por movimentações nos mercados de capitais relativas a operações de reestruturação e ofertas de aquisição de empresas.

Neste âmbito, relaciona-se a estrutura de capital com a disputa pelo domínio da empresa. A estrutura de capital pode ser utilizada como estratégia de “*anti-takeover*”³¹, afectando o valor da empresa, a probabilidade da empresa ser objecto de compra e o preço dessa aquisição.

Rajan e Zingales (1995:1442) verificaram que, actuando na defesa do seu interesse particular, os directores preferem por vezes fomentar a empresa e outras vezes não fomentá-la, tendo concluído: “(...) *the higher the quality of managers or the lower the pressure from the corporate control market, the more likely it is that managers will underlever their company.*”

Para evitar conflitos entre accionistas e dirigentes a participação directiva no capital contribui para a convergência de interesses. As modificações no controlo societário disciplinam a conduta dos gestores e explicam o interesse destes em alinhar as suas opções com os objectivos dos accionistas. Sendo assim, a estrutura de propriedade (participação da equipa directiva na gestão e concentração das acções) influencia as decisões e o controlo sobre os recursos da empresa, afectando a sua estrutura de capital.

Stulz (1988)³² e Harris e Raviv (1988) focaram o papel dos gestores na manipulação do sucesso da operação para assumir a posse da empresa. A distribuição de votos reflecte-se na probabilidade de sucesso de uma oferta de aquisição e no seu preço.

No modelo de Harris e Raviv (1988) as empresas objecto de “*takeover*” apresentam maiores níveis de endividamento, sendo este acompanhado pelo aumento do seu valor de mercado.

³¹Mudança na estrutura de capital implementada como resposta a ameaças de alterações na propriedade da empresa.

³² Destaque também para os contributos de Maksimovic (1986) e Titman (1984).

Perante a ameaça de aquisição, o dirigente, ao possuir recursos limitados, contraria aquela ameaça, procurando assegurar o controlo da empresa através do aumento da dívida para recompra de acções.

Stulz (1988) conclui que o desfecho da operação de “takeover” depende da capacidade do dirigente em alterar a sua quota de capital, e que o prémio a pagar pelo comprador varia no mesmo sentido do número de acções na posse da direcção. À semelhança de Palepu (1986), concluiu também que existe uma relação negativa entre o valor desse prémio e a probabilidade de sucesso do “takeover”.

Kim e Sorensen (1986) encontraram uma relação positiva do endividamento com o aumento das acções detidas pela gestão. Friend e Lang (1988) apuraram que a dívida é mais baixa em empresas com maior dispersão de capital.

O objectivo desta análise é perceber em relação às empresas da nossa amostra as suas preferências em termos de tipos de financiamento e qual o peso do capital de risco nessa preferência.

De seguida são enumeradas algumas características das PME, quer no interior da empresa, quer no seu relacionamento com o meio envolvente.

1.2. Características Internas das PME

a) A sobreposição entre propriedade e gestão da empresa

Os autores Pettit e Singer (1985), Ang (1991), McMahon e Stanger (1995), LeCornu et al. (1996) são unânimes em considerar que nas grandes empresas, existe a distinção entre a propriedade e a gestão, sendo a gestão apenas mais um factor de produção da empresa. Por outro lado, numa PME típica verifica-se que, em grande parte dos casos, a equipa de gestão é constituída por um indivíduo (por vezes o fundador da empresa), que é também o principal proprietário da empresa, dando origem à existência de um proprietário-gestor, ou seja, a figura do “patrão”. O bolso do patrão confunde-se com a caixa da empresa.

Mesmo na eventualidade de haver vários proprietários, seja pelo reduzido número de pessoas envolvidas e/ou pela existência de elos diversos (familiares, amizade, profissionais), cria-se um ambiente caracterizado por maior informalidade e proximidade entre a propriedade e a gestão da empresa, contrastando com o que se observa nas

grandes empresas. Verifica-se um elevado grau de flexibilidade, levando a uma forte integração entre a vida pessoal do empresário e da empresa, com as decisões financeiras orientadas muitas vezes por circunstâncias e características da vida pessoal do empresário e não por aspectos normativos.

No campo das PME verifica-se a existência de inúmeras empresas familiares em que, deter a propriedade de uma empresa, significa empregar uma boa parte dos elementos da família. Assim, estas empresas são apontadas como as mais renitentes à abertura a capitais externos, de modo a não perderem o controlo pessoal ou familiar, mantendo a independência.

Outra questão a ter em conta para estas empresas é o problema da sucessão, factor que pode condicionar fortemente as políticas financeiras e o circuito de comércio. Deste modo, a viabilidade e o valor da empresa encontram-se dependentes da vontade e capacidade de um único indivíduo e/ou da existência de substitutos no mercado (Marshall et al., 2006).

b) Os empresários (accionistas/sócios) não diversificam o investimento

Uma PME é constituída, na maior parte dos casos, pela aplicação exclusiva do capital humano e capital financeiro. Contudo, para haver maior crescimento há que ter em conta a hipótese de diversificação, pois só esta possibilidade é que permite minimizar factores de risco não sistemático³³, já que o risco sistemático³⁴ é inerente ao próprio mercado.

Neste contexto, a não diversificação do investimento origina a necessidade de ponderar a existência de factores de risco não sistemático. Tal como foi referido no ponto anterior, uma PME está habitualmente muito dependente do indivíduo (ou conjunto de indivíduos) que a fundou. Assim, para além de características comuns (como a sua formação ou a idade) influírem nas actividades da empresa, há a considerar que os fundadores, em

³³ O risco não sistemático, também designado por específico ou diversificável, é característico de cada empresa e engloba risco de negócio e risco financeiro. Contempla acontecimentos como greves, desastres naturais, falência ou quebras de vendas. A diversificação ajuda a minimizar este tipo de risco, pelo qual o investidor não é recompensado.

³⁴ O risco sistemático, também designado de mercado ou não diversificável, atinge todas as empresas por igual. Eventos como a inflação ou a flutuação das taxas de juro afectam toda a economia e não apenas uma empresa em concreto. A diversificação não pode eliminar este tipo de risco. Contudo, o mercado recompensa os investidores por lhe estarem expostos.

termos genéricos, são pessoas com muita autoconfiança e optimismo. Estas qualidades permitem ultrapassar os obstáculos e dificuldades, mas também são responsáveis pelo menosprezo dos riscos que a empresa venha a enfrentar aumentando a probabilidade da sua ocorrência.

Em suma, uma PME é um caso típico de aplicação não diversificada e, como tal, sujeita a um maior risco, em especial na primeira geração de empresários que dedicam grande parte da sua fortuna e capital humano à empresa, predispondo-os a correrem maiores riscos. Os investimentos da empresa são em grande parte condicionados pelas necessidades de diversificação do empresário e pelo seu perfil rendimento/risco (Clercq e Sapienza 2006).

c) Objectivos múltiplos e de natureza diversa da maximização do lucro

Os autores Ang (1991, 1992), McMahon e Stanger (1995) e LeCornu et al. (1996) defendem que, dada a concentração da propriedade e da gestão da empresa, os objectivos dos empresários não são apenas o da maximização do lucro, visam também uma série de outros objectivos numerosos e complexos.

Assim, como objectivos de natureza financeira, o empresário ambiciona maximizar o lucro; o crescimento da empresa (lucro, quota de mercado ou volume de vendas); incrementar o cash-flow; aumentar o valor futuro da empresa e, em alguns casos, transformar a PME numa Grande Empresa (cotada em Bolsa de Valores).

Quanto aos objectivos de natureza não financeira, o empresário pretende ter maior flexibilidade para a sua vida pessoal e familiar (criando emprego para familiares); segurança do posto de trabalho; deter o controlo sobre o próprio rendimento; posição na sociedade; liberdade de decisão e independência em relação a terceiros: controlo total das actividades da empresa (não ultrapassando os limites, nos quais é necessário delegar ou partilhar responsabilidades).

A este propósito, LeCornu et al. (1996) referem estudos que demonstram que o empresário está disposto a abdicar de algum rendimento em troca de independência e da possibilidade de deter o controlo da sua actividade.

O maior ou menor predomínio atribuído a cada um dos objectivos, leva a classificar as PME em duas grandes classes, tendo em contas as suas finalidades principais:

♦ PME Sobrevivência: empresas cujas metas principais não passam pelo crescimento sustentado, mas antes pela sua mera subsistência, prevalecendo os interesses pessoais dos proprietários, como por exemplo: restaurantes, mercearias, lojas, pequeno comércio em geral.

♦ PME Crescimento: empresas vocacionadas para o crescimento e rentabilidade, que actuam ou planeiam actuar num mercado nacional ou global. Os seus proprietários são pessoas aptas para descobrir oportunidades. Neste grupo de empresas englobam-se casos como a Apple Computers, Xerox ou Kodak, na sua fase inicial.

Em suma, em termos de objectivos o empresário ambiciona o crescimento da sua empresa, procura também garantir a sua independência, o controlo da empresa e em alguns casos, a sucessão desta pela família. Evita assim o recurso ao endividamento, à prestação de garantias reais e pessoais, à abertura do capital a terceiros e procurando escapar a mudanças estruturais visando a redução do risco.

d) Equipa de gestão incompleta (normalmente na área financeira)

O capital humano numa empresa é bastante relevante, quer em qualidade quer em quantidade. Também as características pessoais do proprietário-gestor são um dos principais activos de uma PME. Sobre esta questão, há que ter em conta que o empresário é detentor de conhecimentos específicos (científico ou prático) não podendo abarcar, de forma eficaz e eficiente, todas as áreas de gestão da empresa. Além disso, no âmbito do conceito de “escassez de recursos” introduzido por Welsh e White (1981), não é possível obter, quando necessário, a experiência e conhecimentos de profissionais qualificados, tais como contabilistas, economistas e advogados. Outra característica a ter em conta é que as PME portuguesas são geridas, na maior parte dos casos, por uma única pessoa ou por um pequeno grupo, de que resulta a concentração excessiva de tarefas e a conseqüente falta de tempo para a elaboração de planos estratégicos e financeiros, ou seja, falta de planeamento.

Sendo assim, as PME tendem a possuir equipas de gestão incompletas, surgindo a falta de competência em determinadas áreas-chave, em particular a nível financeiro³⁵.

e) Carência de recursos financeiros e alguma falta de planeamento financeiro

No seguimento do ponto anterior e de acordo com Welsh e White (1981), as PME são caracterizadas por uma escassez de recursos, nomeadamente financeiros, tornando-as mais vulneráveis a factores externos, tais como: legislação, taxas de juro, concorrência. A carência de recursos limita também a sua capacidade de auto-aprendizagem.

Independentemente da dimensão da empresa e dos recursos humanos e materiais disponíveis, o planeamento financeiro constitui uma importante prioridade no âmbito da gestão financeira. Com efeito, a capacidade de previsão de recebimentos e pagamentos apresenta vantagens, tais como a antecipação de situações futuras de necessidades ou excedentes de fundos. Promover no interior da empresa hábitos de previsão, conduz a uma maior racionalidade e efectiva responsabilização dos quadros dirigentes e projecta para o exterior uma imagem de eficiência e credibilidade, particularmente importante na negociação com credores.

f) Problemas de liquidez imediata

As PME em início de vida têm normalmente uma dimensão muito reduzida. Considerando um quadro de dificuldades de obtenção de fundos necessários para dar continuidade à actividade da empresa, estão mais sujeitas a problemas associados ao crescimento, nomeadamente pressões de liquidez³⁶. Para Welsh e White (1981) a variável da liquidez reduzida representa um problema crucial neste tipo de empresas, que o justificam devido a dois factores: o limitado acesso das PME ao mercado de capitais e a atitude proactiva do empresário que o leva a tomar decisões mais arriscadas com reflexos ao nível da liquidez da empresa.

³⁵ Normalmente, nas empresas familiares é comum observar-se que a direcção financeira se confunde com o proprietário-gestor.

³⁶ Liquidez é a disponibilidade de meios monetários ou a possibilidade de os obter com facilidade, a fim de se poder satisfazer os compromissos financeiros que se vencem a curto prazo.

g) Menores opções na escolha dos investimentos e fontes de financiamento face às grandes empresas

As PME têm menores opções na escolha dos seus investimentos, sobretudo devido a insuficientes recursos próprios, menor disponibilidade financeira e, por consequência, fraca liquidez.

Segundo McMahon et al. (1993), nas PME é notória a resistência à abertura do capital com receio de perda do controlo, representando um factor restritivo ao crescimento e consequentemente à maximização da riqueza do empresário, na medida em que, sendo o empresário adverso à abertura do capital a terceiros, dado o problema da assimetria da informação, e tendo também em conta o problema do custo de obtenção da informação, o acesso a fontes de financiamento externas é extremamente difícil, obrigando a empresa a abandonar boas oportunidades de investimento.

Relativamente a opções de fontes de financiamento, as decisões de apoio são condicionadas pela acessibilidade à informação pelas fontes e pela concessão de garantias reais e/ou pessoais por parte do empresário, factores determinantes no que respeita à obtenção de crédito. Também a falta de dimensão dificulta o acesso a capitais alheios de médio e longo prazo. Estas restrições e dificuldades, aliadas a uma legislação laboral pouco favorável e ao restrito acesso ao capital, limitam as capacidades de crescimento.

Diamond (1991) estabelece uma relação entre o grau de endividamento e o risco de liquidez, referindo que, quanto mais endividadas estão as empresas, maior é o seu risco de liquidez. Por isso, as empresas, para evitarem esse risco, preferem financiar-se com dívida de prazos mais longos.

Contudo, dada a assimetria de informação, a qual é particularmente relevante nas PME, as instituições financeiras apenas cedem fundos a longo prazo se salvaguardadas através de garantias, particularmente reais, que possam vir a accionar se as empresas entrarem em incumprimento. Por outro lado, para um mesmo nível de garantias, verifica-se que as instituições financeiras estão mais dispostas a emprestar a prazos longos se as condições de rentabilidade económica actuais (e, portanto, perspectivas financeiras futuras) forem mais favoráveis.

1.3. Características Externas das PME

O relacionamento das PME com o meio envolvente (trabalhadores, clientes, fornecedores, accionistas, Estado e outras instituições credoras), ocorre em circunstâncias diferentes das que rodeiam as grandes empresas.

a) *Forte assimetria de informação entre a empresa e os grupos de interesse (clientes, trabalhadores e credores)*

O fenómeno da assimetria de informação deve-se ao problema da divulgação de informação no mercado financeiro, ou seja: a informação disponível e acessível, com a qualidade necessária e relevante, a todos os potenciais interessados.

Esta questão surge quando as empresas, por um lado, e os grupos de interesses, por outro, possuem informações diferentes em que leva vantagem, quem detém a informação mais completa.

A assimetria de informação é mais sentida no caso das PME, na medida em que apresentam, normalmente, um histórico pequeno que, por vezes, não traduz a sua realidade actual. Estas empresas têm muitas vezes dificuldades acrescidas em transmitir as suas oportunidades de crescimento aos potenciais investidores e estes, por sua vez, têm também menores garantias no que respeita à qualidade e actualidade da informação prestada.

As PME, ao tornarem pública certa informação, podem perder importantes vantagens competitivas. No universo destas empresas, a existência de um grau elevado de assimetria de informação é natural, havendo algumas variações consoante o sector de actividade em que cada uma se insere. Uma empresa na área das novas tecnologias, como é o caso da biotecnologia, é detentora, por questões de concorrência, de mais segredos do que uma outra que actue no ramo do comércio tradicional.

b) *Custos de transacção e de falência podem constituir obstáculos insuperáveis, sobretudo quando são fixos*

No caso das PME portuguesas a variável dimensão é um factor bastante relevante. Conclui-se que 98,0% das PME são micro e pequenas empresas, fazendo com que o peso relativo dos custos de transacção sejam elevados (operações públicas de venda de acções, contratação de empresas de consultoria, prestação de informação financeira e

estatística ao mercado, obrigações fiscais declarativas, etc.). É assim natural a forte assimetria de informação existente entre as PME e o meio envolvente, tendendo a ser menor à medida que a empresa ganha dimensão, pelas inerentes obrigações a que passa a estar sujeita.

Relativamente aos custos de falência, há que ter em conta que as PME endividam-se sobretudo na fase do crescimento, pelo que quanto mais endividada está a empresa maior é o seu risco de falência. Ang (1991) afirma que existe maior probabilidade de falência neste tipo de empresas, justificando com as seguintes razões: o empreendedor é geralmente alguém com propensão ao risco; a equipa de gestão é por vezes incompleta; podem ocorrer problemas de agência; surgem conflitos de sucessão; as fontes de financiamento disponíveis são limitadas.

c) *Problemas e custos de agência entre proprietários e grupos externos (nomeadamente credores) agravam-se*

No que respeita aos custos de agência³⁷, Pettit e Singer (1985) e Chittenden et al. (1996), mencionam o problema dos custos suportados pelos credores por financiamento e realçam que a componente fixa destes custos tem um maior peso no domínio das PME. Por outro lado, algumas PME com o objectivo de diminuir ou resolver os problemas de agência, impõem restrições a si próprias, no relacionamento com os fornecedores e com as instituições financeiras, actuando no sentido de aumentar o número de transacções e criar, desta forma, um bom-nome. Esta prática traduz-se num custo de agência, visto que a empresa, de forma deliberada, tem limitações no acesso ao mercado, abdicando da possível obtenção de melhores condições.

d) *Reputação é principalmente subjectiva*

Entendendo a reputação de uma empresa como o bom-nome que foi ganhando ao longo dos anos (histórico), e que é apercebida pelo mercado através da observação que este efectua do seu desempenho no cumprimento atempado das suas obrigações, aquele

³⁷ Custos de agência são consequência do possível prejuízo que possa sofrer o principal (proprietário ou credor), devido às possíveis actuações do agente (director ou accionista). Estes custos repercutem-se no valor dos títulos, provocando uma diminuição do seu valor.

conceito constitui para Diamond (1989) um poderoso instrumento de gestão de conflitos entre os accionistas e os credores. Desta forma, os dirigentes preocupados com a sua reputação tendem a agir de forma mais prudente, ao abandonarem projectos mais arriscados em favor de projectos mais seguros, mesmo que não sejam estes os preferidos pelos accionistas, reduzindo deste modo os custos de agência da dívida.

A reputação da PME e/ou do seu proprietário-gestor é, principalmente, subjectiva, pois ao longo da vida da empresa é criada a confiança acrescida nas relações estabelecidas, pela passagem de informações através da via informal. Assim, e de forma mais simples, o intermediário financeiro pode não exigir garantias reais³⁸ ou pessoais³⁹, dada a qualidade e reputação da PME e/ou do seu proprietário-gestor.

e) Impostos – a influência da fiscalidade

Vilabella e Silvosa (1997) afirmam que a gestão das PME é bastante influenciada por considerações de ordem fiscal, uma vez que o objectivo de minimizar a “factura fiscal” está no topo de uma hierarquia onde não constam preocupações com o mercado de capitais, ao contrário do que acontece nas grandes empresas.

Neste contexto, o Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS), no caso concreto, os impostos sobre o rendimento pessoal dos proprietário(s)-gestor(es), têm grande influência sobre as decisões da empresa, existindo um tratamento diferenciado entre juros, dividendos e ganhos de capital.

No caso dos juros, quando pagos, representam um custo fiscal para a empresa, enquanto que os dividendos, sendo parte de um resultado já tributado em sede de IRC, não constituem custo fiscal para a empresa e ainda são tributados quando auferidos por um particular. Finalmente, os ganhos do capital são tributados em sede de IRS.

A diferenciação exposta contribui para que algumas empresas, aproveitando uma maior informalidade e autonomia de decisão, em vez de aumentarem o capital social, optem pela via dos suprimentos.

³⁸ Garantias reais estão relacionadas com a operação de crédito (ex: hipoteca, penhor).

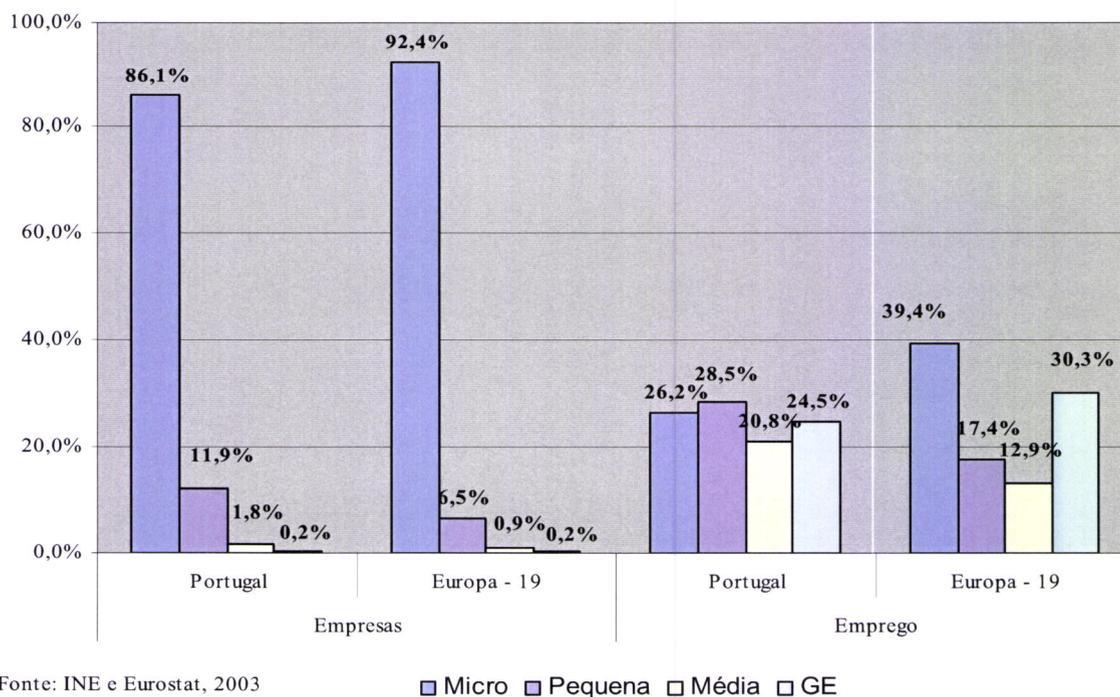
³⁹ Garantias pessoais são dadas quando não existem bens específicos afectos à operação de crédito, baseando-se no compromisso que um terceiro assume em reembolsar o credor, caso o devedor não cumpra as suas obrigações (ex: fiança, aval, aceite).

Face às características expostas, as PME, apresentam diversos condicionantes quando da concepção de um financiamento, quer pelas garantias a prestar, quer pela informação disponibilizada, quer pelos impostos a suportar, quer até pela personalidade do seu gestor, factos que levam a considerar o capital de risco como uma alternativa mais interessante para estas empresas.

1.4. PME – Portugal no Contexto Europeu

A importância das PME na estrutura empresarial é um fenómeno comum a toda a Europa. Ao observar-se no gráfico abaixo, como se distribuem as classes dimensionais de empresas nos vários Estados-membros no ano de 2003, constata-se que Portugal apresenta uma estrutura muito semelhante à média. De acordo com dados do Eurostat, 99,8% das empresas europeias são PME, valor idêntico ao que apresenta Portugal.

Gráfico 1.1 - Peso das Micro, Pequenas, Médias e Grandes Empresas em Portugal e na UE



Contudo, um factor distingue Portugal neste domínio em relação aos seus parceiros da UE – a importância que as empresas de pequena dimensão têm enquanto geradoras de emprego. Assim, enquanto que na UE as pequenas empresas são responsáveis por 17,4% do emprego, em Portugal este valor sobe para 28,5%.

Portugal é pois, o Estado-membro onde as PME mais contribuem para a criação de postos de trabalho (75,5% contra 69,7% da UE).

1.4.1. Caracterização do Tecido Empresarial

O perfil dos elementos constantes de uma região continua a ser um factor explicativo do tipo e nível de desenvolvimento da empresa. O valor das relações de cooperação e complementaridade que possam ocorrer entre o sujeito e o meio são essenciais para o sucesso das empresas, em especial das emergentes, pois, normalmente e numa primeira fase, não possuem todas as valências de uma organização. Uma vez que o nosso estudo se centra numa região Portuguesa é importante perceber toda a envolvente e composição, para melhor interpretar os resultados do estudo.

Com base nos dados divulgados pelo INE, reunidos através dos resultados do Inquérito às Empresas Harmonizado do ano de 2003, procedemos a uma caracterização do tecido empresarial de Portugal (quadro 1.2).

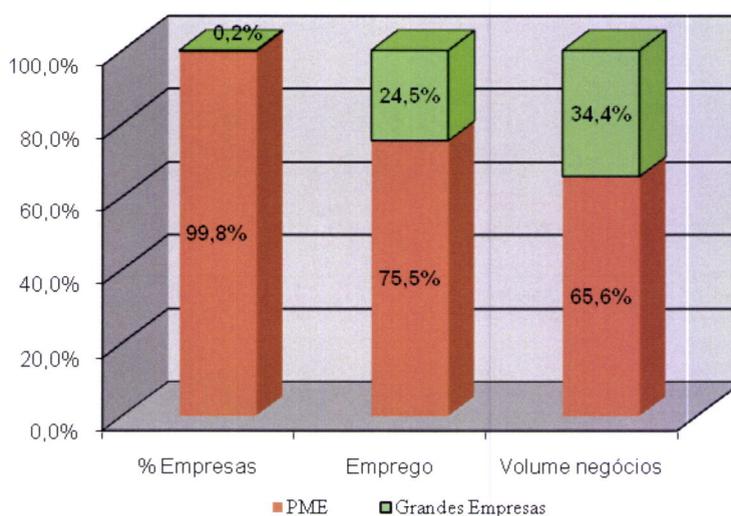
Quadro 1.2 - Repartição do número, volume de emprego e volume de negócios das pequenas e médias empresas e das grandes empresas em Portugal no ano 2003

Categoria	Escala de Pessoal ao Serviço	Sociedades	Volume de emprego	Volume de negócios	Sociedades	Volume de emprego	Volume de negócios
		Nº	Euros	Euros	%	%	%
Micro	0	73 205	0	859 638 674	86,1%	26,2%	19,2%
	1 a 4	171 254	369 319	28 763 848 086			
	5 a 9	54 961	356 640	24 478 260 096			
Pequena	10 a 19	26 892	357 763	26 848 247 117	11,9%	28,5%	22,5%
	20 a 49	14 468	433 696	36 869 037 305			
Média	50 a 99	4 046	277 678	29 522 807 875	1,8%	20,8%	23,9%
	100 a 249	1 990	298 900	37 898 271 351			
PME		346 816	2 093 996	185 240 110 504	99,8%	75,5%	65,6%
Grande	250 a 499	513	174 696	22 733 631 727	0,2%	24,5%	34,4%
	500 a 999	208	138 060	16 930 873 863			
	1 000 e mais	146	368 292	57 592 332 172			
Grande Empresa		867	681 048	97 256 837 762			
TOTAL		347 683	2 775 044	282 496 948 266	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: INE, 2003; elaborado pelo discente.

De acordo com o Anuário Estatístico do INE, quadro 1.2., em 2003, exerciam actividade em Portugal um total de 347.683 empresas, das quais 346.816 são PME, o que representa 99,8% do tecido empresarial nacional, sendo geradoras de cerca de 75,5% de volume de emprego (2,1 milhões de postos de trabalho) e de 65,6% do volume de negócios (185,240 mil milhões de euros).

Gráfico 1.2 - Repartição do número, volume de emprego e volume de negócios das pequenas e médias empresas e das grandes empresas em Portugal no ano 2003



Como se pode constatar pelo gráfico 1.2., em 2003, 98% das empresas nacionais eram micro ou pequenas empresas, responsáveis por mais de metade (54,7%) do emprego e por mais 41,7% do volume de negócios. Além disso, este grupo reforçou a sua importância no tecido empresarial nos últimos anos, tanto em termos de unidades implantadas, como em termos de postos de trabalho gerados ou de volume de negócios realizado. De referir que as empresas de média dimensão (que, com as anteriores constituem as PME) embora tenham registado uma evolução positiva em todos os indicadores, cresceu a ritmos inferiores aos das duas classes dimensionais anteriores, perdendo algum peso na estrutura empresarial. Com excepção do sector da comunicações, é na indústria extractiva que o número de postos de trabalho é maior, segundo dados do INE.

Analisada cada uma das classes dimensionais isoladamente verifica-se que, entre as PME, são as médias empresas que realizam a maior percentagem de volume de

negócios (23,9%), sendo as micros e pequenas empresas responsáveis por 19,2% e 22,5%, respectivamente, do mesmo.

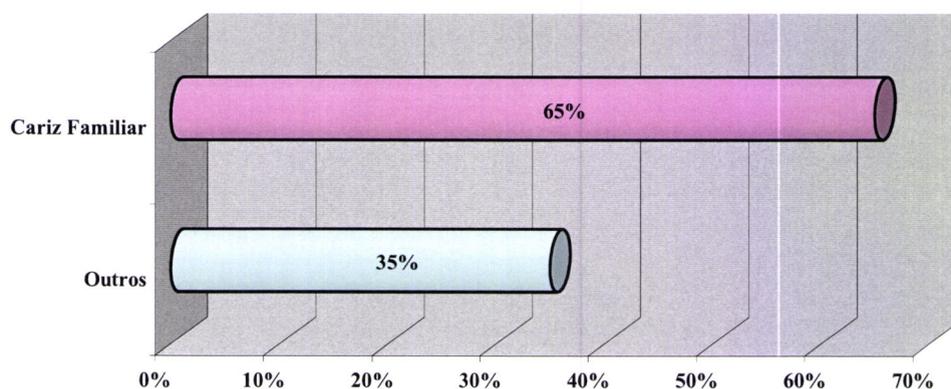
Em matéria de emprego cabe às pequenas empresas o principal papel (28,5% dos postos de trabalho), seguidas das micro empresas, com 26,2%, e das médias, com 20,8%.

Conclui-se assim que, em 2003, as micro empresas predominam no tecido empresarial português (86,1%), onde o poder de gestão e de decisão está habitualmente concentrado numa pessoa, o próprio empresário, ou num número restrito de pessoas. Reforça-se ainda a ideia anteriormente referida de que as PME em Portugal assumem o maior peso na estrutura empresarial (99,8%), desempenhando um papel importante como motor da economia. São também um elemento fundamental no plano de sustentação económica e no desenvolvimento regional, através de uma grande capacidade de gerar riqueza e de criar emprego.

Em termos de produtividade, de acordo com dados do INE, é na indústria extractiva assim como nas empresas de comunicação que esse indicador apresenta maior expressão.

É também importante realçar um estudo realizado pela Associação das PME de Portugal, em que se conclui que uma grande percentagem das PME são empresas familiares (65%) e as restantes (35%) de outras naturezas, factor que contribui para a natural adversidade ao risco, conforme se constata no gráfico seguinte.

Gráfico 1.3 - % de Empresas Familiares

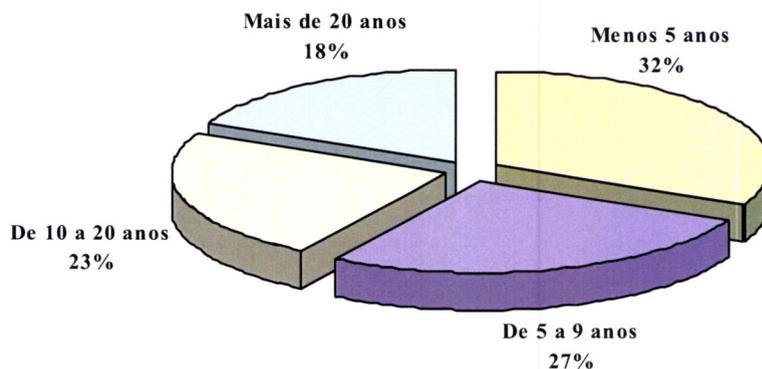


Fonte: PME Portugal, 2003

Relativamente à manutenção em actividade das empresas familiares (gráfico 1.3.), também revelou que estas são caracterizadas por um menor período de vida, em relação ao universo das PME, por efeito de diversos factores, tais como:

- As dificuldades financeiras que surgem em fases críticas do ciclo de vida;
- O problema da sucessão;
- A sobreposição entre propriedade e gestão da empresa;
- Adversidade ao risco;
- A concorrência no mercado.

Gráfico 1.4 - Anos de existência das empresas familiares



Forte PME Portugal, 2003

O Alentejo é uma das regiões de Portugal com menor dinamismo a nível económico, social e empresarial. É uma região debilitada que necessita de um programa específico que promova o investimento e o desenvolvimento empresarial de modo a reduzir as disparidades existentes entre as outras regiões do país e diminuir a debilidade do tecido empresarial e a fraca tendência para a internacionalização e inovação tecnológica. O desenvolvimento desta região, tal como de outras áreas do interior do país, exige inovação no que diz respeito ao enquadramento empresarial.

A sua proximidade geográfica com Espanha também é um factor que influencia esta situação pois este país trata-se de um forte concorrente comercial. No entanto e por se

tratar também de um parceiro comercial, tanto ao nível das importações como das exportações, esta proximidade geográfica também poderá influenciar positivamente a estrutura empresarial do Alentejo.

É importante referir que no desenvolvimento deste trabalho propusemo-nos abordar a região Norte Alentejano, mas dado que, para fins estatísticos esta região não se encontra delimitada, a análise estatística é feita à denominada região do Alto Alentejano. A diferença entre as duas classificações é que o Alto Alentejo inclui o concelho de Mora não considerado no espaço geográfico designado de Norte Alentejo. Contudo, na definição do universo de estudo utilizou-se o território designado por Norte Alentejano, mais concretamente o distrito de Portalegre.

Figura 1.2 - Apresentação Territorial do Alentejo e Repartição em Concelhos do Alto Alentejo



Fonte: INE,2005.

O Alto Alentejo tem uma área de 6 230,1 km² que representa 19,8 % da região Alentejo e 6,8% de todo o país. A sua densidade populacional, habitante por km², é de 19,5 (de acordo com dados do INE). Tem 127 026 habitantes representando 16,1% de todo o Alentejo e 1,2% de Portugal.

Tendo em vista a promoção e desenvolvimento regional, de acordo com Rosado (1997), deverão ser dadas oportunidades e fornecidos incentivos aos empresários já existentes e promover o aparecimento de novos empresários oriundos da região.

Sendo Portalegre, o principal centro urbano de todo o Alto Alentejo, poder-se-ia ficar com a ideia de que, ao nível da cidade, a realidade fosse semelhante àquilo que se passa

noutros centros urbanos. No entanto, não é isso que acontece, e esta capital de distrito suporta algumas carências que se espelham no fraco desenvolvimento económico e empresarial.

Tal como acontece no resto do país, também em Portalegre está sediado um CACE – Centro de Apoio à Criação de Empresas, estrutura do IEFP – Instituto de Emprego e Formação Profissional criada ao abrigo da Portaria n.º 1191/97 de 21 de Novembro. O seu objectivo é estimular a criação de novas empresas em determinado local, neste caso Portalegre, proporcionando assim, condições técnicas e físicas para que se possam desenvolver, de forma sustentada e com o objectivo de criarem postos de trabalho.

As empresas alentejanas representam apenas cerca de 6% do tecido empresarial português. Estas empresas dividem-se de uma forma mais ou menos homogénea, destacando-se o Alentejo Central com o número de empresas mais significativo.

As pequenas e micro empresas têm um papel fundamental na revitalização das áreas do interior. No caso concreto do Alentejo, predominam na sua estrutura empresarial o comércio, a actividade agrícola e a indústria extractiva, sectores mais representativos e importantes desta região, tanto pelo volume de empregos que detêm como pelo contributo para a formação de riqueza do sector. Outra das razões será o facto de se tratarem de indústrias em que a sua actividade se baseia no aproveitamento de recursos da região. A indústria transformadora aparece em antepenúltimo lugar, de acordo com os dados do INE, em termos de representatividade na estrutura empresarial do Alentejo.

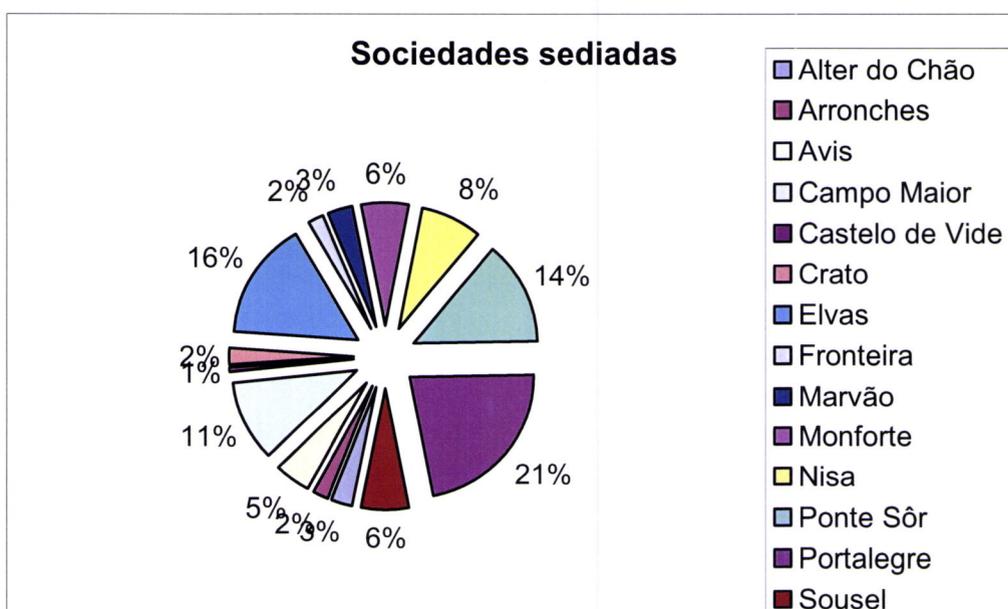
Consideradas as responsáveis pelo crescimento económico de uma região, pela estabilidade sócio-económica que conferem às regiões onde se integram, e também porque assim se tornam um atractivo a novos empresários, as PME constituem também uma fatia considerável na estrutura empresarial do Alentejo. No que diz respeito á actividade económica, mais de metade da população tem o seu emprego no sector terciário, e apenas 21% da população está inserida no sector primário. O sector da Indústria de Construção no Alto Alentejo é representativo de 21% das empresas, de 25% no emprego e de 18% no volume de negócios. No que diz respeito ao número de pessoal ao serviço aquele sector é responsável por 76% e quanto ao volume de negócios, contribui com 89%. O Comércio e Serviços detêm no Alto Alentejo cerca de 48% do número total de empresas com sede nesta região, sendo responsáveis por 39% do emprego e 63% do volume de negócios.

As empresas relacionadas com as actividades financeiras são as que têm um volume de negócios mais elevado, sendo no entanto inferior á média regional em cerca de 33%. O

sector do turismo acentua a sua importância na região do Alto Alentejo, com um crescimento crescente nos últimos anos, por efeito da sua inclusão nos roteiros turísticos e de lazer, propiciando um crescimento de investimentos no sector. As empresas com sede na região Alto Alentejo representam cerca de 14% do número total de empresas de todo o Alentejo, sendo as empresas da secção G (Comércio por Grosso e a retalho, Reparação de Veículos Automóveis, Motociclos e de Bens de Uso Pessoal e Doméstico) aquelas que têm o maior peso nesse número total (29%).

Campo Maior, Elvas, Nisa, Ponte de Sôr e Portalegre são os concelhos do Alto Alentejo que mais se destacam ao nível do tecido empresarial, com o mais elevado número de empresas (gráfico 1.5).

Gráfico 1.5 - Sociedades com sede na região Alto Alentejo



Fonte: INE, 2003.

No que diz respeito a sociedades existentes no Norte Alentejano são os concelhos de Elvas e o de Portalegre aqueles que recolhem a maior percentagem de empresas, com quase 48%, sendo também, por via disso, os mais densamente povoados.

Madrugada (1999:77) concluiu que “a iniciativa empresarial global é mais elevada nas regiões que apresentam maior crescimento e densidade populacional, uma população mais jovem e com maior nível de habilitações escolares.”

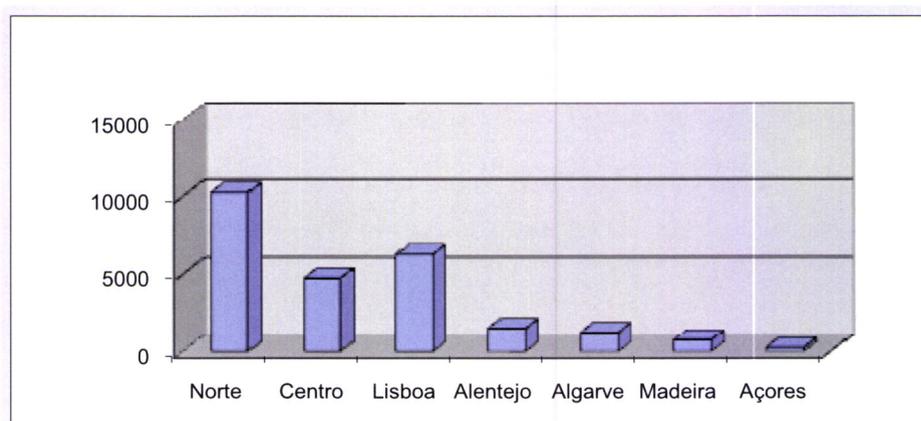
1.4.2. Constituição de Novas Sociedades

No ano de 2003 houve um grande decréscimo no número de constituição de sociedades, face ao ano anterior. Foram constituídas 25 mil novas sociedades no país enquanto que em 2002 esse número ascendeu a 34 mil. No entanto nos anos anteriores esse número tinha vindo sempre a aumentar, acompanhado de uma diminuição do número de dissoluções.

No que diz respeito aos sectores em que essa diminuição foi mais relevante, destacam-se os sectores da construção e da indústria transformadora extractiva, e também nos sectores dos transportes e comunicações. O sector da construção foi aquele em que esta diminuição foi mais significativa, com variação semelhante em todas as regiões do país reduzindo para metade o número de empresas que se constituíram, relativamente ao ano anterior.

No gráfico seguinte podemos avaliar como se distribuíram as novas sociedades constituídas nas diferentes regiões de Portugal, durante 2003.

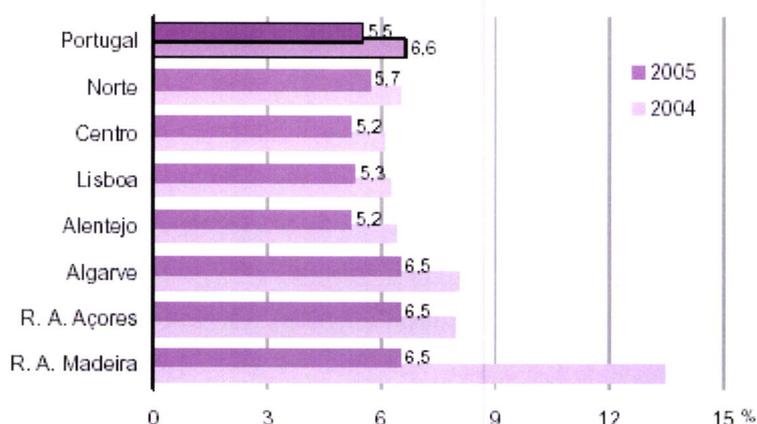
Gráfico 1.6 - Constituição de novas Sociedades em 2003



Fonte: IAPMEI

Esta tendência negativa de constituição de sociedades manter-se-ia em 2004 e 2005, conforme gráfico abaixo, com particular ênfase nas regiões de Alentejo, Algarve, Madeira e Açores.

Gráfico 1.7 - Taxa de constituição de sociedades, Portugal e NUTS II, 2004 e 2005

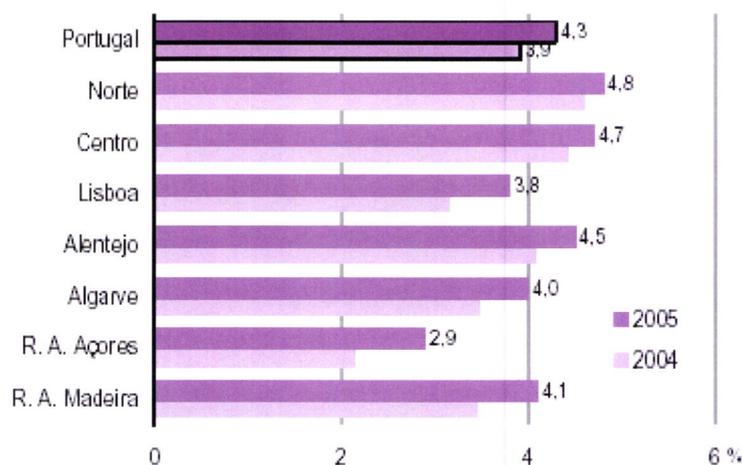


Fonte: INE

A taxa de constituição de sociedades, medida pelo rácio entre o número de sociedades constituídas e o número de sociedades existentes – foi de 6,6% em 2004 e 5,5% em 2005. A R.A. Madeira observou a maior redução face ao ano anterior tendo esta proporção passado de 13,5% em 2004 para 6,5% em 2005. Porém, a R.A. Madeira detinha uma das mais elevadas taxas regionais de constituição de sociedades (a par do Algarve e da R.A. Açores). A Região Centro apresentou o menor dinamismo de constituição de sociedades, com uma proporção de 5,2%, em 2005.

Grande percentagem dos empreendedores que recorreram a sistemas de incentivos afirmam que teriam constituído a empresa mesmo que aqueles não existissem. No entanto admitem que têm intenção de se candidatar a incentivos para futuros investimentos na actividade. Mas o número de empresários que recorre a sistemas de incentivos é muito reduzido, pois por norma recorrem às entidades competentes apenas para esclarecimentos acerca da criação do negócio. Dos que suscitam informações acerca de incentivos e forma de as obter apenas uma pequena parte formaliza essa pretensão, sendo apontadas razões burocráticas, económicas e financeiras para o abandono prematuro de candidatura aos incentivos (INE,2005).

Gráfico 1.8 - Taxa de dissolução de sociedades, Portugal e NUTS II, 2004 e 2005



Fonte: INE

A taxa de dissolução de sociedades foi de 3,9% em 2004 e 4,3% em 2005. A região Norte observou a maior percentagem, contudo a região Alentejo aparece em terceiro lugar com maior percentagem de dissolução.

2. CAPITAL DE RISCO

“Une activité de financement à tout les stades de développement de l’entreprise”.

Lachmann (1992:10)

Sendo um instrumento financeiro híbrido vocacionado para o médio e longo prazo, são diversas as definições de capital de risco e os aspectos por elas defendidos estão ligados quer a características da actividade das empresas quer a características culturais dos países.

Segundo Sach (1985), capital de risco é o capital fornecido a empresas novas ou jovens que estão direccionadas para áreas de alto risco de negócio, mas onde as possibilidades de crescimento são atractivas.

Contudo, a European Venture Capital Association (EVCA) (1992) descreveu as Sociedades de Capital de Risco⁴⁰ como intermediários financeiros que intervinham no capital das empresas com projectos de elevado potencial.

Por seu lado, Soares (1995) concretiza este conceito através da especificação da forma de financiamento via participação de capital minoritária e temporária, com uma perspectiva de rentabilidade a médio e longo prazo em empresas com elevado potencial de crescimento.

A expressão portuguesa “Capital de Risco” surge da tradução do termo inglês “Venture Capital” ou “Risk Capital”, considerando-se que é a aplicação de capital por parte de sociedades de capital de risco, sob a forma de participação minoritária e temporária em empresas, baseada num plano de negócios.

Esta não é uma tradução pacífica, uma vez que o conceito de risco apresenta uma conotação negativa, induzindo ao desvirtuar do seu conceito. Segundo Ribeiro (1995), chega a criar um certo receio nos seus potenciais utilizadores. A tradução de “Venture (que significa empreendimento) Capital” por “Capital de Empreendimento” seria mais uma

⁴⁰ “É a sociedade que se dedica ao financiamento de pequenas e médias empresas não financeiras sem cotação nos mercados organizados e com forte possibilidades de expansão de geração de lucros ou da promoção de iniciativas de criação de sociedades em sectores de alto potencial de crescimento e tecnologia de ponta.” Dicionário da Bolsa e do Investidor Financeiro, 2001.

alternativa ao “Capital de Risco”. Contudo, Ribeiro (1995) refere que também esse termo, por ser longo e difícil de proferir, deveria ser substituído por “Investimento em Capital”.

Em França, Cleiftie e Persitz (1981) defendem que o termo “Venture Capital” deveria ser traduzido por “financement de l'innovation”, enquanto Bertonéche e Vickery (1987) realçam o aspecto aventureiro do investimento e consideram que não existe tradução aceitável, sem que se obscureça uma parte das suas características. Conforme Bertonéche e Vickery (1987), capital de risco, em sentido lato, pode englobar todas as actividades de recolha de fundos próprios para as sociedades não cotadas na bolsa.

Nos EUA, o conceito mais difundido assenta em “*Funds made available for start-up firms and small businesses with exceptional growth potential. Managerial and technical expertise are often also provided.*”⁴¹ (Money Words - ADNFN Financial Glossary Words, 2005)

Lebas (1987) refere de forma contundente que o papel das Sociedades de Capital de Risco ultrapassa o de um simples financiador, que se limita a injectar capitais nas empresas mediante determinadas garantias, sendo importante a preparação e implementação do plano estratégico com o apoio das SCR, nomeadamente ao nível do assessoramento.

Este assessoramento, segundo Bertonéche e Vickery, (1987), leva a caracterizar esta actividade como de charneira, pelo facto do financiamento ser feito em capitais próprios via participação minoritária.

Em 1989, Bygrave referiu que “ A indústria organizada do capital de risco tem mais de 40 anos. Apesar de sua maturidade comparativa, não houve nenhum estudo sistemático do desempenho financeiro da indústria. As taxas de retorno do capital de risco estão agora a ser gravadas pela primeira vez.... É agora possível estudar o desempenho do capital de risco com dados válidos e de confiança.”(93:105).

Na nossa legislação, decreto-lei n.º 17/86 de 5 de Fevereiro de 1986, a definição de capital de risco é baseada no conceito anglo-saxónico de “Venture Capital” considerando, por isso, que é o investimento a médio prazo por parte de sociedades de capital de risco, na aquisição temporária e minoritária do capital social de pequenas e médias empresas (sociedades por quotas ou anónimas), com elevado potencial de crescimento, sendo seu

⁴¹ “Capitais colocados à disposição de empresas em fase de arranque e pequenos negócios com elevado potencial de crescimento. Especialistas em gestão e técnicos são também colocados à disposição.”

objectivo obter a máxima valorização da participação. O investimento tem como base não só fundos próprios e fundos de capital de risco, mas também os conhecimentos de mercados e financeiros colocados ao dispor pela empresa investidora. Apesar de tudo o referido, o capital de risco não é apenas uma forma de financiamento de empresas, através de recursos, é também uma forma de parceria entre o empresário e o investidor, partilhando risco de negócio⁴² e competências de gestão, de modo a apoiar um projecto em fase de maior risco(InforBanca:61).

De acordo com o ciclo de vida das organizações, assim se desenvolvem as operações de capital de risco. Porém, não existe uma classificação rígida em relação a este desenvolvimento, sendo habitual a seguinte:

Seed Capital – Capital Semente – Respeita ao financiamento com vista a pesquisa, avaliação e desenvolvimento do conceito de negócio na sua fase de concepção, comprovando a viabilidade através do desenvolvimento de um protótipo, da validação de uma teoria ou da pesquisa de mercado, tendo por objectivo testar a aceitação de um produto ou serviço. A este nível os montantes envolvidos são diminutos;

Start-up – Capital Inicial – Comprovada a viabilidade do conceito de negócio através de um protótipo, estudos económicos e de mercado, tornam-se necessários recursos para iniciar o negócio propriamente dito. Pelo que esta intervenção, consiste no financiamento a empresas recém-criadas ou em fase de constituição e que ainda não iniciaram a exploração comercial de bens e serviços;

Early stage- Capital de Arranque – Para as empresas que já concluíram a fase de desenvolvimento do produto e que necessitam de fundos adicionais para iniciar a produção e comercialização;

Expansion – Capital de Desenvolvimento – Implementado um produto ou serviço e concretizada a sua comercialização com êxito, torna-se necessário obter recursos adicionais para desenvolver e realizar todo o seu potencial de crescimento e lucro. Quer em termos de ampliação da capacidade produtiva, quer simplesmente em capital circulante, o objectivo é apoiar o desenvolvimento de empresas que geralmente já se encontram em situações de equilíbrio;

⁴² “O risco de negócio é aquele que a empresa voluntariamente assume para criar uma vantagem competitiva e acrescentar valor para os accionistas”.

Bridge Finance - Sendo intercalar, este financiamento antecede a admissão ao mercado de valores mobiliários. É estruturado tendo em vista o seu reembolso através das receitas de uma subscrição pública;

Management Buy Out - Neste caso, a aplicação de capital tem em vista o apoio a uma equipa de gestão interna à empresa, eventualmente associada a outros investidores, na aquisição de uma linha de negócio ou até mesmo de toda a empresa;

Management Buy In – Neste caso, a aplicação de capital tem em vista o apoio a uma equipa de gestão externa à empresa, eventualmente associada a outros investidores, na aquisição de uma linha de negócio ou até mesmo de toda a empresa;

Turnaround – Tem por objectivo o restaurar da prosperidade, destinando-se a empresas em dificuldades, mas com potencial de crescimento;

Replacement Capital - Capital de Substituição – Em causa está a substituição de accionistas, pelo que o investimento é no sentido de adquirir uma participação da empresa aos actuais accionistas.

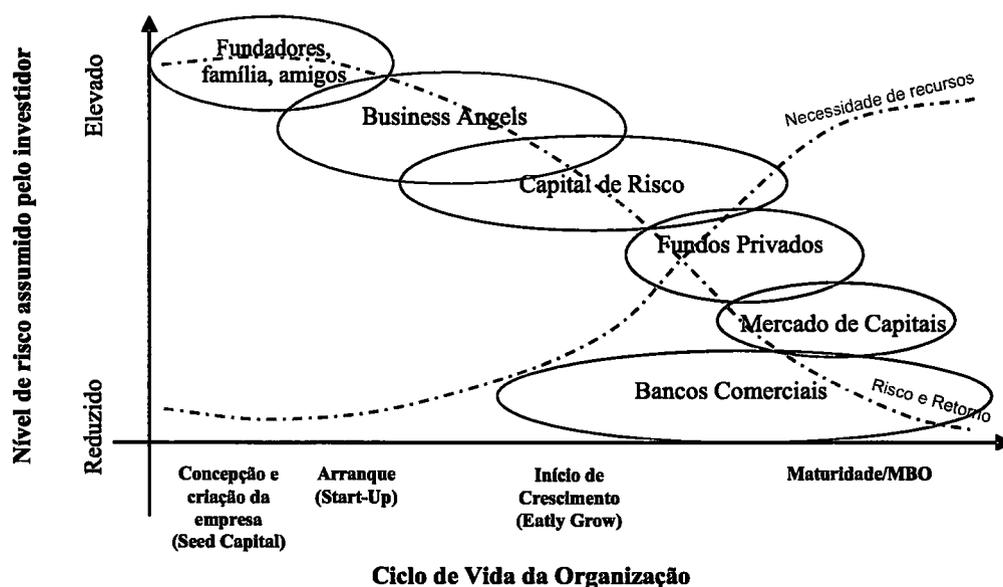
No Relatório *Venture Capital and Innovation* da OCDE (1996:168) este mercado surge, de uma forma mais sintética, dividido em apenas dois grandes segmentos:

a) Investimentos em empresas novas, com um potencial de crescimento elevado, normalmente de tecnologia intensiva,

b) Financiamento de empresas em fase de reestruturação.

Em relação ao financiamento via Capital de Risco (ver figura 2.1.), verificamos que, em termos de mercados desenvolvidos, depois dos fundos disponibilizados pelos 3-F's (fundador, amigos/friends e família), surge o Business Angel no círculo de financiamento das empresas em fase emergente, e só posteriormente o Capital de Risco em sentido formal. São normalmente ex-empresários que desempenham a figura de Business Angel, aplicando os seus fundos em projectos em que acreditam. A sua participação activa na gestão do projecto pode contribuir para a diminuição do risco do negócio.

Figura 2.1 - Investidores versus estágios de desenvolvimento das empresas



Fontes: Adaptado de Mark van Osnabrugge, 1998 e <http://teses.eps.ufsc.br/defesa/pdf/9131.pdf>

Verifica-se, igualmente pela figura 2.1., a existência de Business Angels, associada à evolução dos ciclos económicos e em resposta às carências de recursos das novas actividades económicas, caracterizadas pela imaterialidade e pela necessidade de Capital Próprio, consequência ainda da incapacidade de resposta dos instrumentos bancários para financiamento.

Comparativamente e citando Osnabrugge (1998), os Venture Capitalists (agentes tradicionais do mercado de Capital de Risco, na sua designação genérica no âmbito deste trabalho, SCR's), são investidores profissionais que investem fundos de diversas origens em empresas normalmente maiores e mais desenvolvidas. Fazendo nossas as palavras de Zider (1998:23) "their investing knowledge and operating experience were as valuable as their capital".

Podemos então sintetizar referindo que no sector do capital de risco temos de considerar três tipos de investidores: Venture Capitalists, Business Angels e Corporate Venturing.

· **Venture Capitalists** – Estas sociedades têm como objectivo a aquisição de participações no capital de empresas, com investimento a médio ou longo prazo, sendo a mais-valia apurada através da posterior alienação da sua participação. Estas sociedades têm como origem de fundos o seu capital social e os fundos especializados que gerem.

· **Business Angels** – São investidores privados que habitualmente actuam por conta própria. O capital destes investidores complementa o das sociedades de capital de risco, no sentido de que fornece menores valores de capital para empresas em estágios mais prematuros como o seed capital e start-up.

· **Corporate Venturing** – São corporações de investidores, habitualmente sob a forma de empresa, que realizam investimentos, normalmente nas áreas das novas tecnologias, em empresas jovens que se enquadram na mesma actividade dos investidores.

No nosso país, a grande parte dos investimentos realizados nesta actividade têm como base os Venture Capitalists, embora já se encontrem alguns Business Angels em actividade⁴³.

2.1. Suas Origens e Evolução

Segundo Bertonéche e Vickery (1987) os “financiers de l’aventure” existiram desde sempre, remontando as suas origens ao próprio nascimento da actividade comercial, sendo apontadas como maiores exemplos as viagens da época dos descobrimentos, de Cristóvão Colombo e Vasco da Gama, financiadas por terceiros e garantidas somente pela hipoteca de um barco que nem sempre regressava.

Contudo, foi durante o final da II Guerra Mundial com o objectivo de financiar empresas em fase emergente, que começaram a surgir, nos EUA, investidores individuais abastados, como os Rockefellers, dando origem a grandes sucessos empresariais, sendo exemplo a Eastern Airlines e a Xerox. Porém, foi em 1946 e com a American Research & Development, que começou verdadeiramente a actividade de capital de risco (Bentes, 1997).

Como constata Brooke (1984) só após 1960 é que começou uma abordagem profissional da actividade, pelo que só em 1977, com o advento da electrónica e da bio-tecnologia, é que se iniciou um período de franco desenvolvimento (Nouvellet, 1989).

⁴³ “Como aceder ao Capital de Risco” pmelink.

A redução da tributação em mais-valias (de 49% para 28%) e o aumento de incentivos fiscais para os investimentos de longo prazo, (designado de Revenue Act - 1978) ajudou a revitalizar este mercado nos EUA. Novo impulso é dado com o Employment Retirement Income Security Act, que definiu o enquadramento quadro legal para os fundos de pensões, dando-lhes genericamente, a permissão para investirem até 5% dos seus fundos em activos de risco, facto que os transformou numa das maiores fontes de recursos do mercado de capital de risco dos EUA.

Lebas(1987) refere como características do sector de capital de risco, nessa época, a maior especialização por sector de actividade, tipo de investimento, região, e aumento do investimento em indústrias inovadoras e do financiamento em empresas em fase de crescimento.

Salomon (1983) referiu que o grande crescimento da actividade também foi influência do bull market de 1982-83, depois dos investidores tomarem conhecimento da elevada rentabilidade dos investimentos realizados na década de 70.

Após uma época de euforia entrou-se num período de maior acalmia em que se investe numa perspectiva mais especulativa e de rápido retorno.

À semelhança de qualquer realidade económica, também no mercado de capital de risco podemos identificar um processo de evolução natural, em que após uma fase de arranque, que atrai ao mercado agentes com os mais diversos objectivos, segue-se um período de concentração, com a redução do número de agentes mas com o aumento do seu nível de actividade global.

Constata-se ainda a saída gradual dos agentes públicos do mercado, ou inversamente, uma intervenção maior dos privados.

Devido a diferentes conjunturas a evolução nos Estados Unidos e na Europa foi diferente. Contudo, segundo Bygrave (1992), os condicionalismos da oferta de fundos, por um lado, e as oportunidades de negócio, por outro, são os aspectos mais prementes dessa diferente evolução.

Na Europa, mais concretamente em Inglaterra, foi criada, em 1962, a Technical Development Capital, experiência que não se revelou positiva, quer pela impaciência dos seus accionistas em obter resultados rapidamente quer pelos investimentos pouco promissores.

Após esta tentativa sem sucesso, Doriot⁴⁴ lança em 1965 a European Enterprises Development a qual foi seguida por várias outras empresas.

Porém, a recessão na década de 70, conduz a Comunidade Económica Europeia a criar uma série de iniciativas para dinamizar estas empresas, apoiando a criação da associação das Sociedades de capital de risco - EVCA, comprometendo-se igualmente a ajudar as zonas periféricas da Comunidade a desenvolver a actividade mediante a atribuição de fundos comunitários (Bertonèche e Vickery, 1987).

O programa Venture Consort, lançado pela Comissão Europeia em 1985 com o objectivo de promover co-financiamentos transnacionais para apoiar projectos inovadores, e o Eurotech Capital, em 1988, como sociedade de capital de risco financiada através da emissão de obrigações tendo em vista o apoio aos investimentos em tecnologias de ponta, associados aos benefícios fiscais lançados pelos estados membros, vieram potenciar o crescimento nesta zona do globo.

Sendo inúmeras as vantagens do capital de risco para o empreendedor, a constatação é de que em Portugal o seu desenvolvimento não correspondeu às expectativas formuladas pelos agentes económicos.

O início deste sector de investimento em Portugal ficou desde logo enquadrado, de um modo menos favorável, com a terminologia adoptada, já que a tradução para a nossa língua não identifica do melhor modo o objectivo do *venture capital*. Deste modo, no início, esta terminologia levava a entender que o Capital de Risco seria um “*hospital de empresas*” e um “*mecanismo de saneamento de empresas*”⁴⁵ (Rodrigues, 1999).

Efectivamente, uma das causas que impediram a optimização deste instrumento prendeu-se com a sua utilização em empresas em fase de maturidade e com grandes dificuldades económicas, ou em projectos de risco elevadíssimo e viabilidade duvidosa. Passando a ser visto como a solução para a incapacidade de endividamento junto do sistema financeiro, deu origem a uma dessincronia entre o segmento alvo e a procura real.

44 Doriot, engenheiro especializado em gestão de empresas, foi professor em Harvard e fundador do INSEAD.

45 Expressões utilizadas por Rui Soares (líder da IPE Capital) e José Carrilho (presidente da PME Investimentos), referidas no artigo “Capital de Risco na Viragem”..

A crise generalizada que se fez sentir na década de 70 e início da de 80, caracterizada pela redução drástica da produção, inflação galopante, crescimento da procura interna via influência da política expansionista de salários, aumento dos níveis das taxas de juro reais e nominais, aumento dos custos de exploração e depreciação da moeda nacional, conduziram à falência de diversas unidades económicas e à fragilização das sobreviventes. Estas acabaram por acumular um passivo exagerado, carecendo de estratégias de reconversão e reforço dos seus capitais próprios.

Já na década de 80, a adesão de Portugal à então Comunidade Económica Europeia (CEE) representou uma oportunidade de expansão para as empresas, associada a um aumento da concorrência, sendo necessário um esforço de reconversão que implicaria um aumento de investimento em empresas com estruturas de capitais desequilibradas por níveis crónicos de endividamento (Tavares, 1999).

O primeiro Seminário Internacional de Capital de Risco desenrolou-se em Maio de 1984 em Lisboa e contou com a participação de várias personalidades ligadas à economia e ao sector no estrangeiro. Neste seminário foi discutida a conjuntura económica do país e como se poderia inverter a tendência de quebra dos investimentos por parte do Estado até ao final da década de 80. Nessa altura os investimentos do sector público produtivo eram menos expressivos que no passado, era necessário aumentar o volume das exportações para equilibrar a nossa relação com o exterior, era importante a criação de emprego qualificado e realizar investimentos que proporcionassem a modernização do sistema produtivo para aumentar a competitividade com o exterior⁴⁶.

O capital de risco surgiu inserido num conjunto de medidas que visavam a adaptação do sistema financeiro às necessidades dos agentes económicos, por definição tinha como objectivo apoiar projectos inovadores, geralmente com um grau de risco substancialmente elevado, constituindo uma das grandes apostas do governo para dotar as empresas de meios financeiros que lhes permitissem modernizar a sua estrutura produtiva.

⁴⁶ Adaptado de Júlio Neves na sua intervenção no Seminários Internacional de Capital de Risco.

O relatório “Construir as Vantagens Competitivas de Portugal”⁴⁷ afirmava existir um desequilíbrio entre a oferta e a procura, derivada duma elevada concentração de meios num reduzido número de sociedades.

O desvirtuar dos objectivos implícitos deste instrumento também está ligado ao quadro de incentivos fiscais, criado aquando da regulamentação inicial do sector.

Do lado da procura, podemos referir que, uma grande percentagem das empresas é controlada por famílias interessadas em manter a propriedade do capital, não mostrando abertura para revelar informação suficiente para o desenvolvimento das operações, nomeadamente quanto à viabilidade e à quantificação do risco do projecto (Clercq e Sapienza, 2006).

Por outro lado, ainda se verifica uma certa desinformação em relação ao instrumento em si sendo muitas vezes confundido com fundos estruturais. O facto de não se posicionar em função das especificidades do seu mercado alvo (as Pequenas e Médias Empresas Portuguesas), através da melhoria da sua imagem, saneamento das suas carteiras e definição clara dos critérios económicos de elegibilidade dos projectos a participar, conduz à manutenção duma posição de ineficiência e inoperacionalidade, distante da realidade nacional.

2.2. Capital de Risco em Portugal - Enquadramento Legal, Regime Fiscal e Condicionantes

O facto de Portugal ter sido uma economia fechada até à década de 70, bem como a crise vivida na década de 80, levou a que a generalidade das empresas apresentassem estruturas de capital desequilibradas, com níveis crónicos de endividamento para as quais era fundamental a reconversão.

Note-se que Portugal tinha atravessado, entre 1980 e 1985, uma grave crise económica, que até tinha justificado o recurso ao Fundo Monetário Internacional, verificando-se, como refere Santos (1995), uma certa euforia, após essa data, resultante da fase ascensional do ciclo económico e de alguma ilusão generalizada.

⁴⁷ Monitor Company, (1994), “Construir as Vantagens Competitivas de Portugal”, Cedintec, geralmente denominado de “Relatório Porter”.

A recuperação económica no final da década de 80, associada a um fluxo de fundos estruturais da CEE, inseridos num esforço de convergência económica acelerada, conduziu ao aumento dos investimentos, revelando as incapacidades do sector bancário tradicional em responder às necessidades dos agentes económicos.

Inserido num conjunto de medidas⁴⁸, que pretendiam a adaptação do sistema financeiro às necessidades dos agentes económicos, surgiu o Capital de Risco. Os principais objectivos de legislar a criação desta indústria visavam⁴⁹:

- Contribuir para a modernização / renovação do tecido empresarial português;
- Criar emprego;
- Resolver alguns dos problemas das PME, que na altura era a insuficiência de capitais próprios e de capacidade de gestão;
- Contribuir para a dinamização do mercado de capitais.

Com esta medida o governo português pretendeu colocar ao dispor das empresas um mecanismo adicional de financiamento que lhes permitisse, por um lado, suprir as carências em capitais próprios e, por outro, ganhar dimensão de modo a poderem competir com as suas congéneres europeias.

Em 5 de Fevereiro de 1986 foi legislada a actividade de capital de risco em Portugal, pelo Decreto-Lei 17/86, de 5 de Fevereiro, tendo sido a SPR – Sociedade Portuguesa de Capital de Risco, SA, a primeira a ser constituída no dia 27 de Junho de 1986 (De Brito, 1992), ainda se encontrando em funcionamento, por fusão da CISF-RISCO – Companhia de Capital de Risco, SA, e posterior mudança de nome para BCP Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA, processo este que terminou em 2001.

Na parte preambular do Decreto-Lei acima enunciado, refere-se que as SCR “representam um instrumento recente de promoção do investimento e de introdução da inovação tecnológica” e que o seu objectivo consiste “na procura deliberada e sistemática

⁴⁸ A nível de instrumentos financeiros refira-se a criação de Obrigações de Caixa, Bilhetes do Tesouro, Títulos de Participação, Certificados de Depósito, entre outros. Em relação ao mercado foram tomadas medidas no sentido da liberalização, nomeadamente ao nível das taxas de juro e ao nível do mercado cambial. Em relação às instituições, outros tipos foram criados, como sejam as Sociedades de Factoring, os Fundos de Investimento e as Sociedades de Capital de Risco.

⁴⁹ Adaptado do Decreto-Lei n.º 17/86 de 5 de Fevereiro.

de oportunidades de investimento capazes de gerar valor acrescentado e proporcionar rendimento aos investidores, justificando a aplicação de capitais, através da compra de acções e quotas de empresas com potencial de expansão e viabilidade”

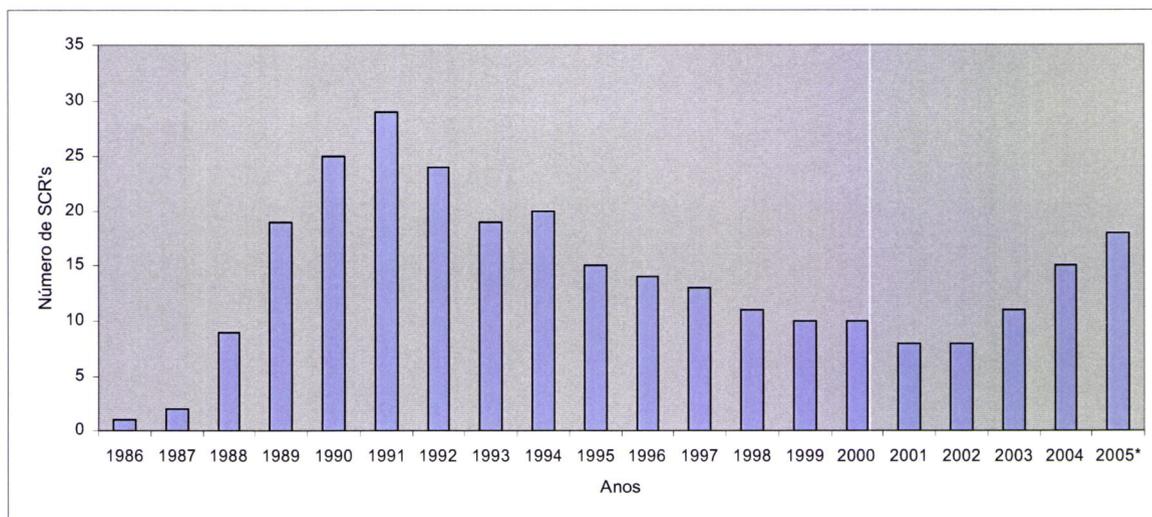
Porém, já anteriormente existia na sociedade portuguesa a consciência dos benefícios acrescidos que poderia trazer para a economia nacional. A esse respeito, Lopes refere (1984:12) que “ A criação de sociedades de capital de risco insere-se na linha das acções de revitalização da economia que contribuirão para ultrapassar a inércia contida no sistema económico e abrir condições para uma saudável retoma de actividade, permitindo o estímulo do investimento não especulativo, a absorção de mão-de-obra jovem, o combate ao desemprego e ao subemprego, o aprofundamento da internacionalização da economia portuguesa.”

Estas sociedades apareceram num contexto macroeconómico em que se começava a notar fortes taxas de crescimento, mantendo a dependência do exterior, um sector público deficitário e taxas de inflação que, apesar de uma forte baixa, continuavam a ser superiores à média da comunidade (Cova, 1991).

Face a este retrato era premente o financiamento dos défices do sector público, o equilíbrio das contas externas, a sustentação do crescimento e a redução da inflação, sendo natural que o crédito, por definição um factor escasso, se torna ainda mais raro (Martins, 1995).

Pela análise do gráfico 2.1. abaixo apresentado, podemos observar 3 períodos distintos: Um que decorre desde o início da actividade em Portugal, compreendido entre 1986 e 1991/2; outro até 2002; e, por último, desde esse ano até à época actual.

Gráfico 2.1 - Evolução do número de Sociedades de Capital de Risco



* O ano de 2005 refere-se à data de 11 de Novembro

Fonte: APCRI (1987 a 1993), Banco de Portugal (1994 a 2002) e CMVM (2003 a 11/11/2005)

A conjuntura económica, depois da entrada de Portugal para a Comunidade Europeia e com a vinda dos fundos estruturais, fez que com a participação pública ajudasse ao aumento do número de sociedades de capital de risco até perto das três dezenas em 1991.

Rodrigues (2005:25) numa investigação à situação do nosso país em 1999, refere-se em relação à década de 80 que *“Foi a época em que o sector sofreu três doenças: ou servia de ferramenta política, ou era apenas um canal de escoamento de liquidez financeira para aproveitamento de benefícios fiscais, ou limitava-se a servir de financiamento bancário encapotado sem trazer qualquer valor acrescentado às empresas contempladas.”*

O primeiro programa de capital de risco em Portugal surgiu, em 1986, como parte integrante do Programa Específico de Desenvolvimento da Indústria Portuguesa (PEDIP1). Durante esse programa os fundos foram distribuídos pelo IAPMEI, através de duas sociedades de capital de risco públicas, a Norpedip e a Sulpedip.

No início, estas duas sociedades tinham estruturas idênticas e a responsabilidade de realizar os investimentos em sectores e indústrias designadas como estratégicas pelo governo Português. No entanto, estes fundos acabaram por ser dirigidos à recuperação de empresas em vez de serem utilizados nas com potencial de crescimento. Foi nesta altura que a Norpedip e a Sulpedip começaram a ser olhadas como “hospital de

empresas”, imagem esta que acabou por prejudicar as sociedades de capital de risco que surgiam na altura.

Para alterar esta imagem, em 1999 o governo modificou a designação daquelas empresas para PME Capital e PME Investimentos, respectivamente, mudando também a sua estratégia e reorientação, de forma a desempenharem um papel fulcral no desenvolvimento da actividade do capital de risco em Portugal.

A primeira fase do capital de risco desenvolveu-se de 1986 a 1991, caracterizando-se pelo aumento crescente do número de sociedades bem como dos fundos ao seu dispor, fundamentalmente provenientes do capital social das próprias sociedades. Os fundos afectos a esta actividade passaram de 1 milhão de contos em 1987 para 35.34 milhões de contos em 1991 (Dados APCRI, 2001).

Nesse período, foi desenvolvida uma promoção massiva a esta actividade que passou não só pela concessão de benefícios fiscais, entre os quais se destaca a isenção de IRC concedida às SCR que se constituíssem até 31/12/90, e a dispensa de tributação em mais-valias desde que reinvestidas. Por vezes uma das condições necessárias para a aprovação da constituição de Sociedades de Investimento, então em vigor, era a constituição em paralelo duma Sociedade de Capital de Risco e/ou Sociedade de Fomento Empresarial(SFE)⁵⁰.

Ainda nesse período e em relação à origem de fundos das empresas detentoras do capital social das SCR, Silva (1995), classificou as SCR do seguinte modo:

- sociedades com um leque variado de accionistas, essencialmente bancos, seguradoras, sociedades de investimento e organismos públicos, cujo objectivo era a obtenção de mais-valias;
- sociedades ligadas ao PEDIP⁵¹ (NORPEDIP e SULPEDIP), com o objectivo de dotar as empresas de solidez financeira e capacidade de gestão;

⁵⁰ O objectivo fundamental das SFE era apoiar a constituição e aquisição de empresas por jovens empresários. Introduzidas pelo Decreto-Lei nº433/91, de 7 de Novembro, que devido à proximidade deste tipo de sociedades com as SCR veio unificar os regimes jurídicos das citadas instituições.

⁵¹ Programa específico de desenvolvimento da indústria portuguesa, tendo em vista infra estruturas de apoio à indústria, formação profissional; financiamento do investimento produtivo, missões de produtividade e qualidade industrial.

- sociedades detidas por grupos económicos nacionais, com o objectivo de diversificarem a sua actividade e obterem importantes benefícios fiscais.

Em finais de 1991, entra-se num novo período do capital de risco, com a redução do número de sociedades e com o aumento dos fundos ao dispor deste sector. Esta reordenação e redimensionamento teve como consequência o fim dos benefícios fiscais que, aliada a uma conjuntura económica desfavorável, deu origem ao encerramento de algumas SCR e a diversas fusões. No primeiro caso, por não considerarem compensadora a sua actividade e no segundo, as fusões tinham por objectivo criar e desenvolver sinergias abrangendo mercados mais vastos que, individualmente era inviável.

No segundo período referido (1991/2002) decresce o número de sociedades de capital de risco no nosso país. Na perspectiva de Silva (1995) foram vários os factores conjunturais e fiscais que levaram a esta redução:

- Conjunto de fusões, desinvestimentos e conversão de sociedades de capital de risco em Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) ou Sociedades de Investimento, paralelamente a uma conjuntura económica difícil;
- Fim dos benefícios fiscais, o que fez com que diminuísse o interesse e as vantagens para algumas entidades que se constituíram unicamente com esse objectivo;
- Necessidades adicionais de recursos financeiros, já que se chegou à conclusão que, para se rentabilizar uma sociedade nesta actividade, seriam necessárias mais disponibilidades, quer para suportar os custos fixos, quer para poder ter participações mais elevadas nas sociedades participadas;
- Falta de experiência acumulada e desconfiança por parte dos empresários, que apenas viam nesta forma de financiamento a sua última oportunidade;
- A dispersão do capital das sociedades de capital de risco reduziu a possibilidade de desenvolvimento pela dificuldade na obtenção de consensos. Situação mais delicada quando se encontravam interesses de accionistas públicos e privados.

A evolução positiva dos meios financeiros afectos ficou a dever-se à criação de fundos de investimento específicos, destinados a dotar as SCR dos recursos necessários ao desenvolvimento da sua actividade. Em 1991, foi instituído no enquadramento jurídico

português a figura dos Fundos de Capital de Risco (FCR), complementada, no ano seguinte, com os Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FRIE).

Nesta fase foram privilegiados os financiamentos a empresas com processos de reestruturação ou em estado de desenvolvimento abrangendo sectores tradicionais como a indústria transformadora ou têxtil. Refere Silva (1995) que o capital de risco encontrava-se numa segunda fase em Portugal, algo também reconhecido por Esperança (1999), ao designar de Re-birth a vivência da época

Os FCR são fundos fechados, cujo património se destina a ser investido na aquisição de partes de capital de sociedades não cotadas que apresentem elevado potencial de crescimento. O seu património deverá ser composto por quotas de capital, acções e obrigações.

O objecto principal dos FRIE é o apoio às empresas que pretendam um processo de reestruturação ou internacionalização. Sendo fundos abertos, podem alterar o montante do seu património.

Entre 1994 e 2000, surgiu o PEDIP 2 no seguimento do PEDIP 1, como forma continuar o apoio específico de desenvolvimento da indústria portuguesa, englobando programas para as seguintes áreas: infra-estruturas de apoio à indústria; formação profissional; financiamento do investimento produtivo; missões de produtividade e qualidade industrial (IAPMEI,2005).

Com o objectivo de estimular a actividade privada de capital de risco, o governo aplicou os fundos estruturais europeus em sete fundos de capital de risco e em uma sociedade de capital de risco privada, tudo baseado nos princípios de fundos híbridos entre publico e privado e do risco partilhado.

Os agentes públicos utilizaram este mercado como meio de aplicação de recursos, essencialmente, como instrumento de política industrial, justificando o financiamento de actividades com grande potencial de crescimento mas mais arriscadas pela sua novidade, assim como o apoio a indústrias maduras que carecessem de redimensionamento e de reestruturação, no âmbito de um plano nacional.

De facto, o Despacho Normativo nº 563/94, de 27 de Junho, refere que, no âmbito do PEDIP2, serão consideradas as "...iniciativas que concorram para os objectivos da Política Industrial, em especial: a) o financiamento de projectos com vista à introdução de novas tecnologias e ao desenvolvimento de produtos, à modernização de processos

produtivos, (...) apoio a projectos Seed capital, Start-up e de desenvolvimento; b) o redimensionamento empresarial, designadamente através de projectos que visam a expansão, desenvolvimento, concentração, fusão e aquisição de empresas; c) a reestruturação e o refinanciamento de empresas industriais, designadamente através da composição dos respectivos fundos de maneiio, MBO/MBI (management by out/management by in) e reorganização global". Sendo os recursos escassos, para que as acções públicas tenham um maior impacto, é lógica a focalização em determinados sectores.

Como resultado desta concentração, como refere Silva (1995,) passamos a ter dois grupos:

- sociedades detidas por uma instituição financeira que controlava a quase totalidade do seu capital, de forma a realizar operações de *corporate banking*, a substituir a instituição de crédito em processos de reestruturação, ou ainda quando tinha necessidade de reconverter crédito em capital e canalizar operações de financiamento;
- sociedades cujo capital era detido maioritariamente por organismos públicos, provenientes, nalguns casos, de fundos comunitários e que prosseguiam deliberadamente políticas sectoriais pré-estabelecidas.

Desde o ano 2000, a maior parte das iniciativas dedicadas ao desenvolvimento da economia portuguesa e do capital de risco, são geridas pelo sucessor do PEDIP II , o Plano Operacional da Economia (POE). Este plano funciona também com base em fundos estruturais europeus, mas apresenta como finalidade prioritária a actividade de capital de risco em estágios *seed capital* e expansão, e a participação em parcerias público-privadas em investimentos de projectos de valor acrescentado. A principal ênfase já não é apenas a indústria, mas também outros sectores, como a agricultura e pescas e os serviços (financeiros e novas tecnologias).

Já com o POE como base, o governo clarificou as áreas de actividade das duas sociedades de capital de risco públicas, sendo a *early stage* para a PME Capital e os outros estágios mais avançados, assim como o MBO e MBI, para a PME Investimentos.

Em 2002 foi aprovado o Fundo de Sindicação de Capital de Risco, designado como Novas Empresas de Suporte Tecnológico (NEST), direccionado para o estágio *seed* de empresas baseadas em tecnologia e com alto potencial de crescimento, facilitando o seu financiamento junto de sociedades de capital de risco e fundos de capital de risco.

No último período que referimos de viragem, desde 2002, regista-se um aumento das sociedades de capital de risco na sequência de alteração na legislação, nomeadamente a diminuição do capital social base para a constituição das sociedades.

De facto e conforme constatamos na relação seguinte, das cerca de 20 SCR, actualmente em actividade mais de metade foram constituídas após a alteração legislativa atrás referida.

Quadro 2.1 - Lista de Sociedades de Capital de Risco em 11 de Novembro de 2005

Nome	Data Início Actividade
BCP Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	27-06-1986
Inter Risco - Sociedade de Capital de Risco, SA	05-07-1988
Espirito Santo Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	12-09-1988
Change Partners - Sociedade de Capital de Risco, SA	19-12-1988
PME Capital - Sociedade Portuguesa de Capital de Risco, SA	07-07-1989
Caixa Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	31-12-1990
F. Turismo - Capital de Risco, SA	04-09-1991
ISQ - Sociedade de Capital de Risco, SA	15-01-2003
API Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	18-02-2003
Explorer Investments - Sociedade de Capital de Risco, SA	27-03-2003
Newcapital - Sociedade de Capital de Risco, SA	10-04-2003
Beta - Sociedade de Capital de Risco, SA	06-11-2003
Novabase Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	28-04-2004
BIG Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	06-05-2004
Drive - Sociedade de Capital de Risco, SA	06-05-2004
Agrocapital - Sociedade de Capital de Risco, SA	10-03-2005
VENCORP - Sociedade de Capital de Risco, SA	03-11-2005
SGPME - Sociedade de Capital de Risco, SA	n/d

Fonte: Banco de Portugal e CMVM

Até ao momento em Portugal o mercado não correspondeu às expectativas formuladas. As dificuldades que impedem a optimização deste instrumento derivam de factores estruturais e conjunturais. De facto é mais utilizado como alternativa não de financiamento, mas como solução para a incapacidade de endividamentos junto do sistema financeiro. Contudo, de acordo com os dados da APCRI, em 2005, os fundos sob gestão cresceram 20% e o “*portfolio at cost*” cresceu 55%, relativamente a 2004.

2.2.1. Enquadramento Legal

A indústria do capital de risco foi legislada em Portugal em Fevereiro de 1986 através do Decreto-Lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro, posteriormente alterado pelo Decreto-Lei n.º 111/89, de 13 de Abril.

Em 1988, através do Decreto-Lei n.º 248/88 de 15 de Julho, e na mesma linha de orientação das sociedades de capital de risco, foram legisladas as sociedades de fomento empresarial, dirigidas, na sua quase exclusividade, aos jovens empresários.

Como vimos na secção anterior, a legislação dos fundos de capital de risco apenas surgiu em 1991 com o intuito de os separar das instituições de investimento colectivo em valores mobiliários. Surgiram assim os Fundos de Investimento de Capital de Risco (FCR) e os Fundos de Reestruturação e internacionalização Empresarial (FRIE), através do Decreto-Lei n.º 214/92 de 2 de Março.

É em 2002 que chegamos a um ponto de viragem, com novas medidas de incremento do sector em que, quer as sociedades de capital de risco quer as sociedades de fomento empresarial e os fundos de investimento, passam a ser reguladas pela mesma lei, mas deixando de ser regulamentados e supervisionados pelo Banco de Portugal, substituído pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

De modo mais resumido, podemos descrever as principais alterações na legislação no quadro seguinte:

Quadro 2.2 - Alterações legislativas

Descrição	Decreto-Lei nº 17/1986 de 5 de Fevereiro	Decreto-Lei n.º 433/91 de 7 de Novembro	Decreto-Lei n.º 319/2002 de 28 de Dezembro
Capital social mínimo	1.496.393,69 €	2.992.787,38 €	750.000,00 €
Participações das Sociedade de Capital de Risco noutras sociedades	- < 20% do próprio capital e reservas; - <75% das participações por um período de 12 anos.	Sem alterações	Sem limites
Obtenção de Recursos Alheios às Sociedade de Capital de Risco	- financiamento por prazo < 2 anos em instituições de crédito estrangeiras ou internacionais, até 50% do capital social + reservas do último balanço aprovado; - emissão de obrigações; - outros recursos nacionais ou internacionais mediante contrato de associação de participação.	- financiamento junto de instituições de crédito e de outros estabelecimentos financeiros até 50% dos fundos próprios; - emissão de obrigações; - outros recursos nacionais ou internacionais mediante contrato de associação de participação.	Não definida.
Entidade supervisadora	Ministério das Finanças e Banco de Portugal	Sem alterações	CMVM

Fonte: Diário da Republica

Posteriormente ao último Decreto-Lei referido no quadro foi publicado o DL 50/2004 de 29 de Junho que refere aspectos relacionados com a contabilidade, quer dos fundos, quer das sociedades, e reduz os documentos a entregar à entidade supervisionadora e reguladora (CMVM).

2.2.2. Regime Fiscal

Quanto aos benefícios fiscais para o sector podemos resumir a sua evolução, conforme o quadro seguinte:

Quadro 2.3 - Benefícios Fiscais

Legislação	Benefícios fiscais
Decreto-Lei n.º 67/87, de 9 de Fevereiro	As SCR constituídas até 31 de Dezembro de 1987, produzindo efeitos desde a Lei n.º 9/86: - isenção do imposto de selo devido ao acto da sua constituição. (Art. 1º) - estão isentas de quaisquer impostos incidentes sobre os rendimentos e sobre as mais-valias, bem como de quaisquer taxas, quer estaduais, quer locais, durante o ano da constituição e nos três anos seguintes. (Art. 2º) - no mesmo período atrás referido, podem deduzir ao lucro tributável em contribuição industrial, nos três exercícios imediatos ao do reinvestimento, os lucros levados a reservas e que sejam reinvestidos nos três anos seguintes em participações de capital social no âmbito da sua actividade. (Art. 4º, nº 1) - a dedução anterior deverá ser escalonada pelo período de três anos a que respeita, podendo a parte que não possa deduzir-se num determinado ano, por insuficiência de matéria colectável, ser deduzida nos anos seguintes, desde que não ultrapasse o último dos três. (Art. 4º, nº 2)
Decreto-Lei n.º 124/87, de 17 de Março	Sem prejuízo do anterior e produzindo efeito desde o Decreto-Lei n.º 67/87: - consideração como custo para determinação do lucro tributável em contribuição industrial, a título de remuneração convencional do capital, do produto dos capitais próprios por uma taxa igual à taxa de desconto do Banco de Portugal, deduzida de 4%. (Art. 1º, a)) - dedução ao lucro tributável em contribuição industrial dos ganhos obtidos pela venda de acções ou de quotas de sociedades nacionais, desde que tenham estado na posse da SCR por um período não inferior a quatro anos, até à concorrência da diferença ente o produto dos valores de aquisição pelos coeficientes publicados nos termos do Art. 15º do Código do Imposto de Mais-valias e esses mesmos valores de aquisição. (Art. 1º, b)) - isenção de imposto de selo a que se refere o n.º 2 do Artigo 120-A da Tabela Geral do Imposto Selo. (Art. 1º, c)) - Isenção de quaisquer impostos incidentes sobre os rendimentos e sobre as mais-valias durante o ano da sua constituição e nos sete anos seguintes. (Art. 1º, d))
Decreto-Lei n.º 72/88, de 9 de Março	É prorrogado até 31 de Dezembro de 1988 o definido no Decreto-Lei n.º 67/87, de 9/2, à excepção do Artigo 1º.
Decreto-Lei n.º 215/89 de 1 de Julho (Estatuto dos Benefícios Fiscais)	As sociedades de capital de risco constituídas até 31/12/1990: isenção de IRC no ano da constituição e nos quatro seguintes, excepção dos juros de depósito que serão tributados a 20%. (Art. 23º)
Lei n.º 30-G/2000, de 29 de Dezembro (alteração ao EFB)	Início da aplicação do regime fiscal para as SGPS(sociedades gestoras de participações sociais) às SCR. (Art. 23º)

Decreto-Lei n.º 198/2001, de 3 de Julho (alteração ao EFB)	É aplicável o disposto no n.º 1 do Código de IRC, sem dependência dos requisitos aí exigidos à percentagem de participação e ao prazo que esta tenha permanecido na sua titularidade. (Art. 31º, n.º 1) As mais-valias e menos-valias, mediante a venda ou troca das quotas ou acções de que sejam titulares, é aplicável o disposto no n.º 45 do CIRC, sempre que o respectivo valor de realização seja reinvestido, total ou parcialmente, na aquisição de outras quotas, acções ou títulos emitidos pelo Estado, no prazo aí fixado. (Art. 31º, n.º 2) As SCR podem deduzir ao montante apurado nos termos da alínea a) do n.º 1 do Art. 83º do CIRC, e até à sua concorrência, uma importância correspondente à taxa de IRC dos lucros incluídos na base tributável de exercícios anteriores que sejam aplicados na realização de investimentos em sociedades com potencial de crescimento e valorização. (Art. 31º, n.º 4)
Lei n.º 109-B/2001, de 27 de Dezembro (alteração ao EFB)	É aplicável o disposto nos n.º 1 e 5 do Art. 46º do CIRC, sem dependência dos requisitos aí exigidos quanto à percentagem de participação e ao período de detenção, bem como o disposto no n.º 1 e no n.º 4 do Art. 45º daquele código, neste último caso sem dependência dos requisitos aí exigidos quanto à percentagem de participação. (Art. 31º, n.º 1)
Lei n.º 32-B/2002, de 30 de Dezembro (alteração ao EFB)	As SCR podem deduzir ao montante apurado nos termos da alínea a) do n.º 1 do Art. 83º do CIRC, e até à sua concorrência, uma importância correspondente ao limite da soma das colectas de IRC dos cinco exercícios anteriores àquele a que respeita o benefício, desde que seja utilizada na realização de investimentos em sociedades com potencial de crescimento e valorização. (Art. 31º, n.º 4)

Fonte: Diário da Republica

A EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) elaborou um resumo acerca da envolvente legal e fiscal dos países seus associados (Áustria, França, Bélgica, Alemanha, Republica Checa, Hungria, Dinamarca, Irlanda, Finlândia, Itália, Luxemburgo, Espanha, Suíça, Suécia, Polónia, Holanda, Inglaterra, Portugal, Eslováquia) e das condicionantes favoráveis e desfavoráveis de cada país, num estudo publicado em Maio de 2004⁵². Para Portugal salienta como aspectos favoráveis:

- FCR: os impostos são transparentes para os investidores nacionais e os investimentos estrangeiros não criam qualquer relação permanente com o nosso país;
- Impostos sobre pessoas colectivas: as taxas de impostos sobre as empresas são mais baixas que a média dos outros países da UE, 27,5% (25 % de IRC + 10% de derrama) contra 28,8% de média;
- Impostos sobre pessoas singulares: em 1 de Janeiro de 2004 o máximo de imposto era de 40%, contra a média de 45,3%;

⁵² Benchmark Paper – An EVCA Tax and Legal Paper – Maio de 2004

- Ganhos de capital para particulares: isenção total de impostos na venda de participações detidas há mais de 12 meses, e 10% para as detidas há menos de 12 meses;
- Incentivos fiscais para particulares: 50% do rendimento de unidades de participação em FCR é isento de impostos;
- Custos de constituição de sociedades: nas sociedades por quotas os custos rondam os € 650 e o capital mínimo é de € 5.000, contra € 1.638 e € 13.946 de média, e nas sociedades anónimas € 830 e € 50.000, contra € 2.301 e € 64.484, respectivamente.
- Falência e insolvência: Portugal tem o mecanismo legal de recuperação de empresas (Processo de Recuperação), onde é integrado um gestor público. Tem ainda vantagem na rapidez de dissolução das sociedades onde entre a declaração de falência e a sua dissolução decorrem 504 dias comerciais, contra 566 de média. E, os responsáveis das sociedades falidas não têm qualquer tipo de limitação em relação a outras empresas onde estejam inseridos.

Como aspectos desfavoráveis, são apresentados os seguintes:

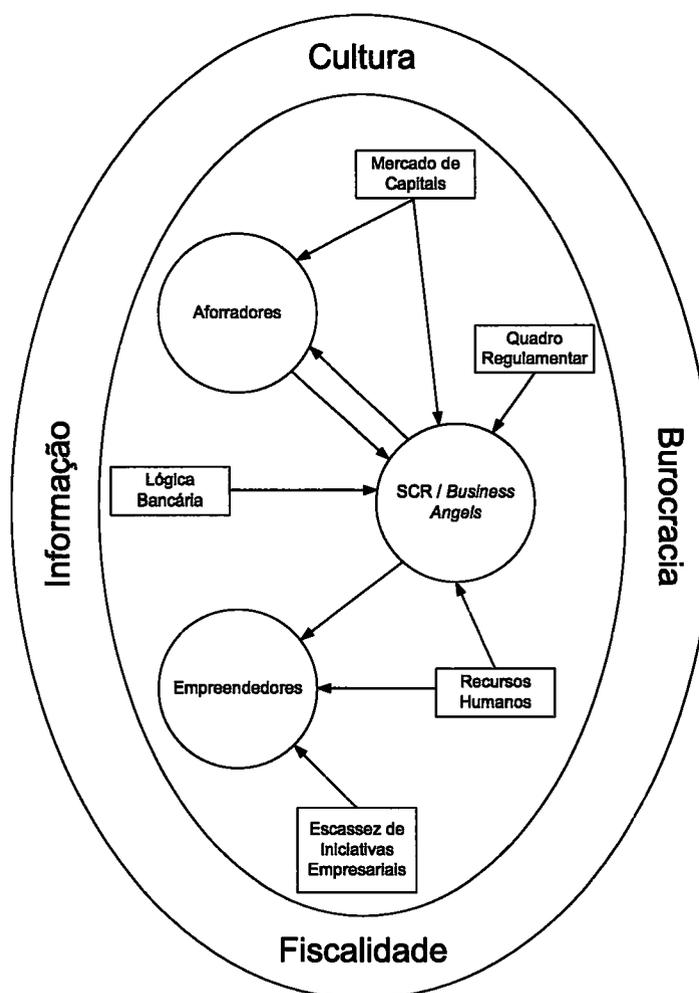
- As limitações ao tipo de investimento a realizar;
- Os fundos de pensões e as companhias de seguros têm limitações no investimento em *private equity*;
- Taxas de imposto sobre PME: é referido que Portugal não dispõe de taxas específicas e mais favoráveis para este tipo de empresas;
- As taxas aplicadas na transacções em bolsa;
- Prazo de constituição de empresas: para uma sociedade por quotas e anónimas são necessários 63 dias comerciais, enquanto que a média da UE para as primeiras é de 23,5 dias e para as segundas 25,7 dias comerciais.
- Inexistência de incentivos fiscais para a transferência de actividades tecnológicas e para a criação de empresas inovadoras.

2.2.3. Condicionantes

Cortês (1999) realizou um estudo, que, apesar do tempo decorrido, se encontra ainda actual, e onde são identificados os problemas com que a actividade de capital de risco se depara no nosso país.

Alguns dos problemas estão relacionados com aspectos legais e fiscais, outros são oriundos da cultura portuguesa ou assumem uma posição de destaque na nossa economia. Cortês ilustra bem esta situação no esquema que apresenta no seu estudo.

Figura 2.2 - Condicionantes da actividade de risco em Portugal



Fonte: Cortês (1999)

A autora considera dois níveis de problemas:

1. no círculo exterior, os problemas de enquadramento, relacionados com aspectos sociais, económicos e administrativos, que condicionam a inovação e a dinamização de iniciativas;
2. no círculo interior, os problemas específicos que estão relacionados com a própria actividade do capital de risco.

Segundo as suas conclusões, que ainda se encontram em consonância com estudos realizados recentemente⁵³, podemos resumir através dos quadros 2.4 e 2.5:

Quadro 2.4 - Problemas de Enquadramento

Problemas de enquadramento	
Cultura	<ul style="list-style-type: none">• Aversão à incerteza;• Falta de cultura científica;• Reduzida capacidade de iniciativa empresarial;• Atitude negativa face ao insucesso;• Preferência pelo controlo (aversão à parceria e partilha do poder);• Receio de apostar (dominância da lógica bancária e preferência pela estabilidade por parte de empregados qualificados).
Burocracia	<ul style="list-style-type: none">• Multiplicidade de autorizações a obter ou contactos a estabelecer para o arranque da actividade;• Atitude simultaneamente passiva e controladora da administração central;• Dificuldade na obtenção de apoios financeiros.
Informação	<ul style="list-style-type: none">• Falta de conhecimento sobre alternativas de financiamento;• Ignorância dos aforradores sobre oportunidades de investimento disponíveis;• Dificuldade de diagnóstico dos projectos por parte dos financiadores (assimetria de informação);• Desconhecimento de iniciativas paralelas (miopia de capital).
Fiscalidade	<ul style="list-style-type: none">• Benefícios fiscais para:<ul style="list-style-type: none">○ os financiadores individuais;○ a aplicação de poupanças em fundos de capital de risco;○ a actividade de risco.

Fonte: Adaptado de Cortés (1999)

53 Estudos do Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministérios da Economia e Inovação sobre:

- Inovação (Janeiro de 2005)
- Empreendedorismo (Março de 2005)

Quadro 2.5 - Problemas específicos

Problemas específicos	
Escassez de ideias inovadoras	<p>Condicionada pelos aspectos culturais; Barreiras burocráticas; Pouco estímulo à actividade empresarial e à procura de novas abordagens tanto no plano tecnológico como no comercial; Atitude genericamente conservadora na Universidade, não estimulando a inovação nem a articulação com as empresas; Preferência pela segurança e estabilidade, conducente à opção de muitos quadros técnicos pelo trabalho dependente; Frequente separação entre iniciativa empresarial e níveis elevados de qualificação em termos de capacidade técnica e de gestão.</p>
Recursos humanos	<ul style="list-style-type: none"> • Escassez de recursos humanos qualificados e vocacionados a nível das Sociedade de Capital de Risco e das empresas promotoras; • Nas SCR: <ul style="list-style-type: none"> ○ pouca experiência; ○ insuficiente especialização; ○ falta de competência na gestão das participações; ○ dominância excessiva da visão financeira, subvalorizando a perspectiva estratégica. • Nos empreendedores: <ul style="list-style-type: none"> ○ dificuldade na atracção de gestores seniores; ○ dificuldade de partilha de competências e controlo.
Lógica bancária	<ul style="list-style-type: none"> • O peso das instituições bancárias como fonte de capital limita o âmbito das PME com valor reduzido e activos utilizáveis como garantia; • Quadros das SCR oriundos da banca com alguns "vícios" já adquiridos; • Selecção adversa que desvia para as SCR os casos complicados; • Enviesamento contra pequenas empresas independentes; • Preferência pelas entidades já existentes, favorecendo os conglomerados e afastando os promotores individuais e sem referências anteriores; • Preferência pela segurança e garantia da aplicação; • Exigência excessiva na apresentação do projecto, no processo de decisão e na redacção do contrato (enviesamento burocrático).
Mercado de capitais	<ul style="list-style-type: none"> • Elevadas exigências por parte da CMVM; • Ausência de um segundo mercado dinâmico vocacionado para as PME; • Não cotação das SCR; • Diversidade insuficiente das fontes de financiamento (concentradas na banca e no Estado); • Dificuldade na alienação das participações; • Pouca profundidade do mercado.

Fonte: Adaptado de Cortês (1999)

A reduzida dimensão do mercado Português não permite, na maioria dos casos, uma aplicação total dos recursos detidos pelas SCR, condicionada pela escassez de projectos inovadores.

Fernandes (1992) considera que o problema mais complexo para as SCR é o "défice estrutural", com falta de projectos inovadores, devido fundamentalmente a aspectos económicos, pois o investimento em investigação carece de elevados montantes. A este importante factor acrescem aspectos culturais relacionados com a mentalidade portuguesa, que prefere não correr riscos (Brito,1991), concluindo que o verdadeiro espírito *entrepreneur* não está suficientemente desenvolvido.

Esta situação tem tido um reflexo negativo nas SCR, as quais optaram por financiar projectos menos aliciantes, com a única preocupação de garantir a redução de risco no desinvestimento, levando ao desenvolvimento de acordos de recompra com fixação antecipada de preço (Santos, 1995).

Para além da imagem difundida de que o capital de risco era a última alternativa como fonte de financiamento, o facto de existir alguma resistência por parte dos nossos empresários à partilha de informação e, por inerência de poder, dificulta a actividade das SCR.

Costa (1995) refere que o empresário português, embora possua conhecimento sobre o negócio e sobre o circuito de produção, necessita de apoio nas diversas áreas da gestão comercial e financeira. O mesmo autor classifica o desinvestimento como um circuito fechado uma vez que a tendência é alienar as participações aos anteriores sócios/accionistas. Esta situação está ligada ao fraco dinamismo do nosso mercado de capitais e à sua reduzida liquidez assim como à pretensão dos empresários em controlarem o capital da sua empresa.

Como refere Brito (1991) a débil situação económica e financeira das nossa PME constitui um obstáculo à actividade das SCR, fruto não só da concorrência das grandes empresas como da ausência de estímulos suficientemente incentivadores à sua actividade por parte do Estado, situação que se mantém até aos dias de hoje.

Quando a situação económica e financeira é francamente má as SCR preferem não investir, mesmo que isso implique uma fraca utilização dos recursos disponíveis.

2.3. Situação Actual da Actividade de Capital de Risco

Por análise do quadro seguinte, constatamos que, dos fundos captados ao longo dos anos, a maior parte são fundos de investidores independentes reunidos no próprio ano, com uma média de cerca de 70%, embora no período entre 2000 e 2001 se tenham registados quebras acentuadas, compensadas com os valores de ganhos obtidos, sempre acima dos 30%.

Quadro 2.6 - Fundos Captados

Fundos Captados	1990		1991		1992		1993		1994	
	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%
Todos os valores x 1000										
Fundos captados por fonte										
Fundos Independentes (ano)	.	.	5.604	46,4	15.186	84,7	84.265	93,8	89.567	78,0
Fundos de outras instituições	.	.	4.791	39,7	1.669	9,3	3.670	4,1	22.589	19,7
Subtotal de Novos Fundos Captados	.	.	10.395	86,1	16.856	94,0	87.936	97,9	112.157	97,7
Ganhos de participações	.	.	1.625	13,9	1.084	6,0	1.893	1,0	2.733	2,4
Total dos Fundos Captados	.	.	12.071	100,0	17.939	100,0	89.829	100,0	114.890	100,0
Fundos Captados	1995		1996		1997		1998		1999	
	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%
Todos os valores x 1000										
Fundos captados por fonte										
Fundos Independentes (ano)	78.683	91,3	25.925	71,3	46.142	88,5	32.380	69,3	31.858	44,8
Fundos de outras instituições	2.387	2,8	7.597	20,9	2.170	4,2	9.728	20,8	17.782	25,0
Subtotal de Novos Fundos Captados	81.070	94,1	33.521	92,2	48.312	92,7	42.108	90,1	49640	66,9
Ganhos de participações	5.086	5,9	2.834	7,8	3.820	7,3	4.631	9,9	21.393	30,1
Total dos Fundos Captados	86.156	100,0	36.355	100,0	52.132	100,0	46.739	100,0	71034	100
Fundos Captados	2000		2001		2002		2003		2004	
	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%
Todos os valores x 1000										
Fundos captados por fonte										
Fundos Independentes (ano)	12.470	8,2	1.247	1,1	35.250	48,8	34.591	27,7	179.618	72,4
Fundos de outras instituições	76.813	50,6	70.453	59,8	17.322	24,0	64.037	51,3	54.780	22,1
Subtotal de Novos Fundos Captados	89.283	58,9	71700	60,9	52572	72,8	98.628	79,1	234.398	94,5
Ganhos de participações	62.404	41,1	46.039	39,1	19.630	27,2	26.099	20,9	13.633	5,5
Total dos Fundos Captados	151.687	100,0	117739	100	72202	100	124.727	100,0	248.031	100,0

Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2004

Podemos igualmente constatar que a actividade de capital de risco tem andado a reboque de dois sectores distintos da sociedade portuguesa os bancos e as agências governamentais (sector público). Desde 1990, comprova-se que os investidores corporativos tiveram uma participação importante até 1992, ano em que não participaram com valores significativos, mantendo-se a situação nos anos seguintes.

De facto, nos anos seguintes, as agência governamentais e os bancos comportam, na sua maior parte, os valores dos fundos captados. Não nos podemos no entanto esquecer que um dos bancos que também investe é o Grupo CGD, através da sociedade Caixa Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A., detido na sua totalidade pelo Estado português. Assim, dos valores referidos como entidades bancárias, parte é indirectamente do Estado. Outras entidades públicas que participam activamente nos fundos são o IAPMEI e a Direcção-Geral do Tesouro.

Da análise do quadro podemos ainda aferir os valores que comprovam a importância dos bancos e das entidades governamentais, sendo a média de investimento anual de cerca

de 41 milhões de euros e 19,6 milhões de euros, respectivamente. Em termos de percentagem sobre o total, os bancos têm em média um peso de 44,3% e as entidades estatais 21,9%. A terceira fonte de fundos é os ganhos realizados com 16,1% de média anual.

No quadro 2.7., registamos a evolução do investimento estrangeiro no sector nos últimos quinze anos, sendo de destacar que apenas em 2004 a participação de fundos exteriores atingiu valores relevantes pois que, até então, foram praticamente nulos.

Quadro 2.7 - Fundos captados por origem geográfica

Fundos Captados	1990		1991		1992		1993		1994	
	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%
Todos os valores x 1000										
Origem geográfica dos										
Doméstico	21.573	100,0	10.540	87,3	15.172	84,6	89.829	100,0	114.890	100,0
Outros países europeus	0	0,0	1.530	12,7	2.768	15,4	0	0,0	0	0,0
Fora da Europa	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Total de Fundos Captados	21.573	100,0	12.071	100,0	17.939	100,0	89.829	100,0	114.890	100,0
Fundos Captados	1995		1996		1997		1998		1999	
	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%
Todos os valores x 1000										
Origem geográfica dos										
Doméstico	86.156	100,0	36.355	100,0	52.132	100,0	46.739	100,0	66.495	93,6
Outros países europeus	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	4.539	6,4
Fora da Europa	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Total de Fundos Captados	86.156	100,0	36.355	100,0	52.132	100,0	46.739	100,0	71.034	100,0
Fundos Captados	2000		2001		2002		2003		2004	
	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%
Todos os valores x 1000										
Origem geográfica dos										
Doméstico	151.687	100,0	117.739	100,0	64.114	88,8	124.727	100,0	149.934	60,4
Outros países europeus	0	0,0	0	0,0	8.088	11,2	0	0,0	98.097	39,6
Fora da Europa	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Total de Fundos Captados	151.687	100,0	117.739	100	72.202	100	124.727	100,0	248.031	0

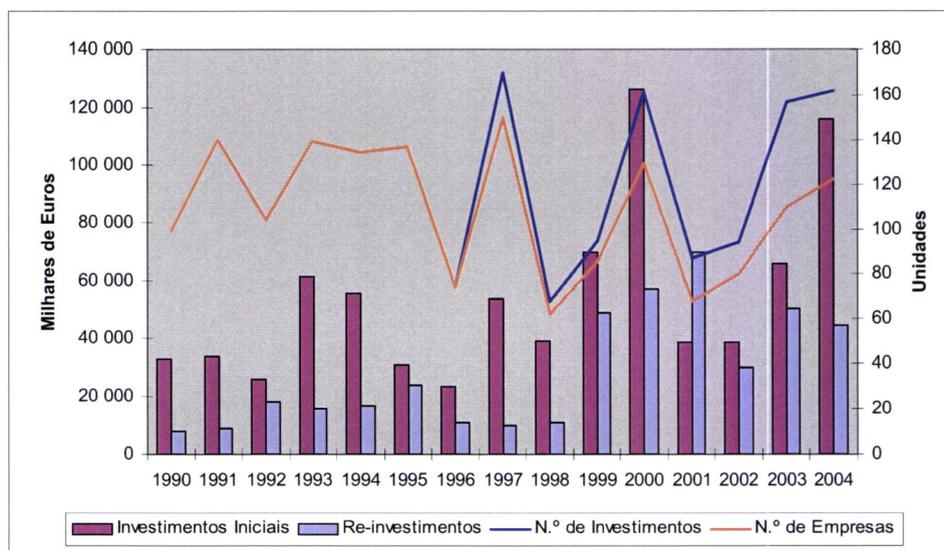
Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2004

Em termos de evolução do investimento, constante do gráfico abaixo, o ano de 2004 acompanhou a tendência da Europa⁵⁴ de subida dos investimentos. No entanto, enquanto que no total dos fundos foi atingido novo máximo, em Portugal ficou-se perto dos valores

54 Segundo o relatório a "EVCA Final Activity Figures for 2004", realizado pela THOMSON e Price Waterhouse Coopers.

de 2000, ano em que foram realizados investimentos no valor de cerca de 183 milhões de euros em 129 empresas, contra 160,7 milhões de euros em 122 empresas concretizados em 2004.

Gráfico 2.2 - Evolução dos Investimentos

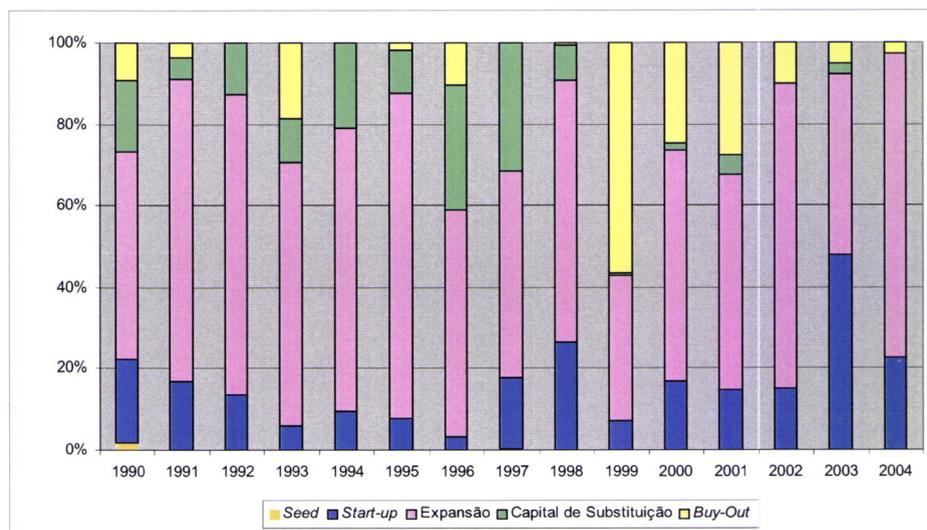


Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2005

Em termos de progressão anual, as maiores variações de crescimento (número de investimentos) ocorreram em 1997 (onde foram investidos mais 84% que no ano de 1996), e em 1999 (crescimento superior a 139%, mais do dobro do valor investido em 1998). Em termos gráficos, quase que somos induzidos em erro em relação ao ano de 2000, mas, quando comparado com 1999, apenas teve um crescimento de 54%.

Neste ponto dos estágios de desenvolvimento do capital de risco (gráfico abaixo) em Portugal o estágio mais aliciante para investimento é a expansão sendo que, na maioria dos anos em análise, supera os 50% de todos os investimentos realizados. Esta situação é muito semelhante também quando observamos o total de investimentos realizados e o número de empresas, havendo em ambos os casos quase sempre maioria.

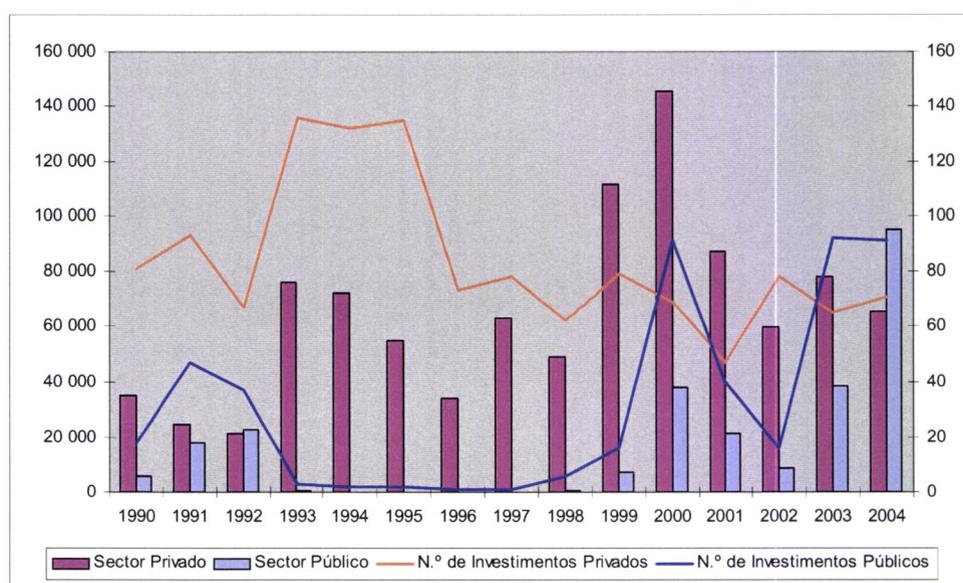
Gráfico 2.3 - Investimentos por estágio



Em Portugal o estágio em que se verificam mais participações é o de *expansão*, como se comprova pelos dados constantes do gráfico 2.3.. Na Europa o *buyout* é o de maior preferência com cerca de 70% dos valores investidos. O *buyout*, em Portugal, apenas teve um peso mais importante no ano de 1999 com um valor de cerca de 67 milhões de euros.

Ao analisarmos os investimentos por sector de origem, chegamos à conclusão que os investimentos de 2004 foram maioritariamente realizados pelo sector público, os quais representaram 59,2% do total para cerca de 50% das empresas que foram alvo de investimentos.

Gráfico 2.4 - Investimentos por sector de origem

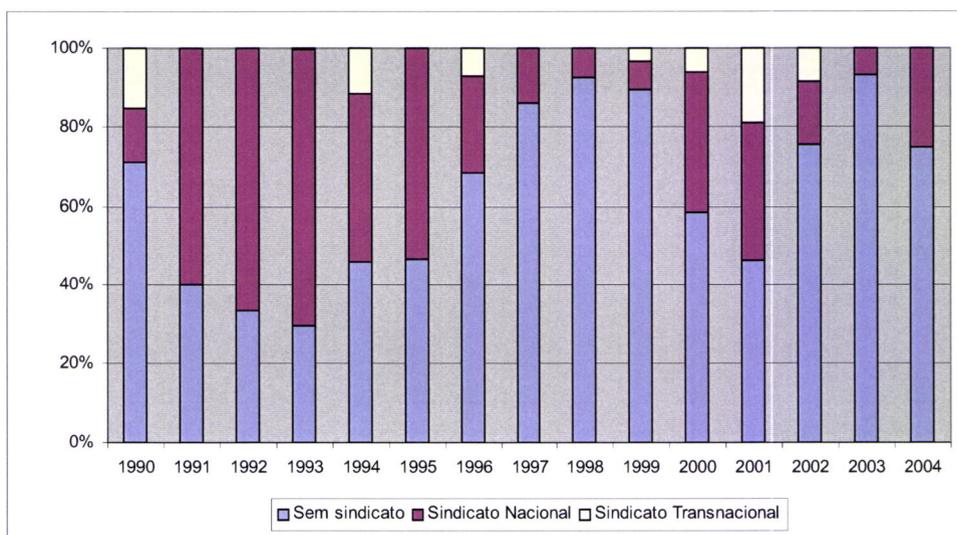


Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2005

Observamos também que nos dois últimos anos de análise, o sector público realizou mais investimentos que o sector privado, 92 em 2003 e 91 em 2004, contra 65 e 71, respectivamente.

Um dos dados que aqui analisamos, mas que não é referido em estudos da APCRI são os sindicatos realizados para investimentos:

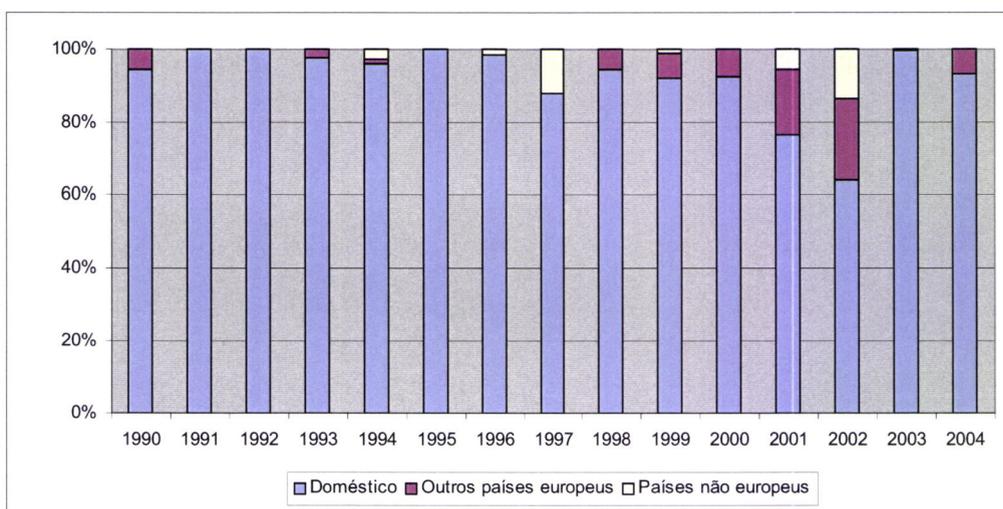
Gráfico 2.5 - Sindicatos para investimentos



Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2005

Até à época actual os sindicatos para investir que se concretizaram foram em pequena escala, ficando mais uma vez demonstrado que no nosso país não existem projectos aliciantes para atracção de capital de fora da país.

Gráfico 2.6 - Investimentos por destino geográfico



Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2005

Os investimentos são predominantemente realizados sobre o mercado doméstico, não tendo relevância outros mercados.

Quadro 2.8 - Investimentos por sector em 2004

Investimentos por sector	2004					
	€	%	N.º de investim.	%	N.º de Empresas	%
Montantes x 1000						
Distribuição Sectorial dos Investimentos Por Ano						
Comunicações	186	0,1	4	2,5	4	3,3
Informática e relacionados	10 772	6,7	12	7,4	5	4,1
Outros Sectores de Electrónica	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Biotechnology	4 281	2,7	11	6,8	7	5,7
Medicina e Saúde	17 853	11,1	13	8,0	13	10,7
Energia	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Bens de Consumo	79 189	49,3	80	49,4	58	47,5
Produtos e Serviços Industriais	15 188	9,5	9	5,6	4	3,3
Químicos e outras matérias	9 208	5,7	6	3,7	6	4,9
Indústria de automação	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Outra Indústria	6 507	4,0	4	2,5	2	1,6
Transportes	3 383	2,1	2	1,2	2	1,6
Serviços Financeiros	1 051	0,7	9	5,6	9	7,4
Outros Serviços	5 650	3,5	6	3,7	6	4,9
Agricultura	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Construção	7 438	4,6	6	3,7	6	4,9
Outros	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Total	160 706	100,0	162	100,0	122	100,0
Investimentos em Alta Tecnologia	15 239	9,5	27	16,7	14	11,5

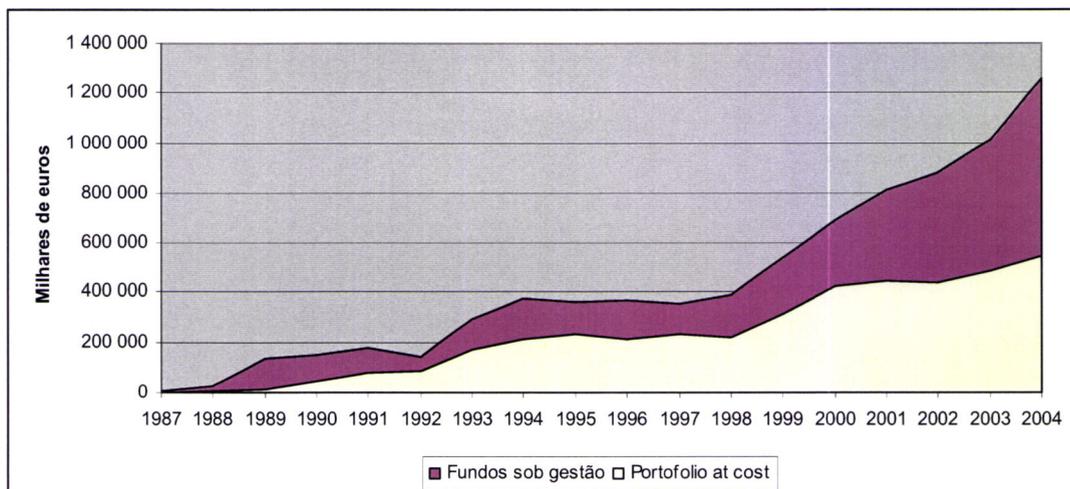
Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2005

Pelo quadro 2.8. pode-se confirmar, que os bens de consumo são os mais aliciantes para investimento, em segundo lugar temos a medicina e saúde, logo seguida da biotecnologia.

Antes de terminarmos a abordagem aos investimentos realizados importa referir os montantes que ficam disponíveis para investimento e que não o são. Conclusão obtida por análise do gráfico abaixo, em que os fundos de gestão representam o total de fundos disponíveis para investimento e o *portfolio at cost* representa o acumulado da diferença entre os investimentos e os desinvestimentos realizados no ano, ou seja a carteira existente e valorizada a preço de custo.

Pela análise dos valores e fazendo uma média desde 1987, podemos concluir que cerca de metade dos fundos disponíveis para investimento não são investidos. No entanto, não podemos concluir sobre as causas desta situação, já que não dispomos de quaisquer valores estatísticos que o justifiquem, como por exemplo o tipo de investimentos recusados e o motivo.

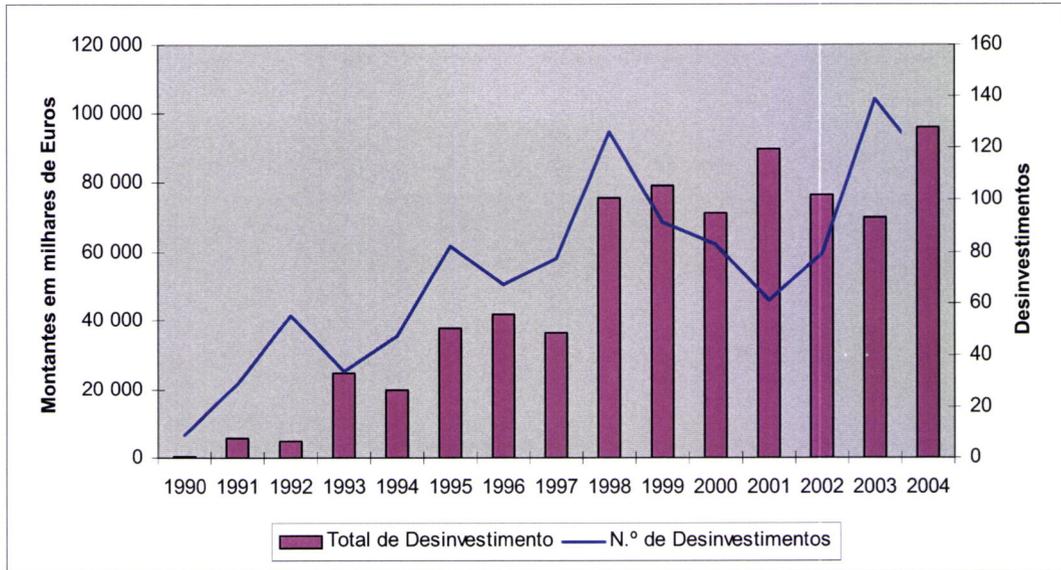
Gráfico 2.7 - Fundos sob gestão e portfolio at cost



Fonte: Questionários EVCA 1999 (até 1999) e EVCA Yearbook 1990-2005 (2000 a 2004)

Na evolução do sector, os desinvestimentos têm tido fortes repercussões assistindo-se a um aumento gradual dessa tendência (vide gráfico 2.8). De facto, o maior número de desinvestimentos ocorreu no ano de 2003, com 139 em 98 empresas. Desses desinvestimentos 36 foram por *buy-back*, e ocorreram em 23 empresas. No ano de 2002 e 2004 os maiores montantes de desinvestimento tiveram como destino outras empresas (*trade sale*). Destaque também para a evolução em 2001 pelo volume de desinvestimento, (89,5 milhões de euros) face ao número de operações (61- perto de metade dos acontecidos em 2004). Nestas operações estiveram envolvidas cerca de 58 empresas, para 30 das quais não foi apurada especificação por parte da EVCA, encontrando-se descritas como “*Divestment by other means*”.

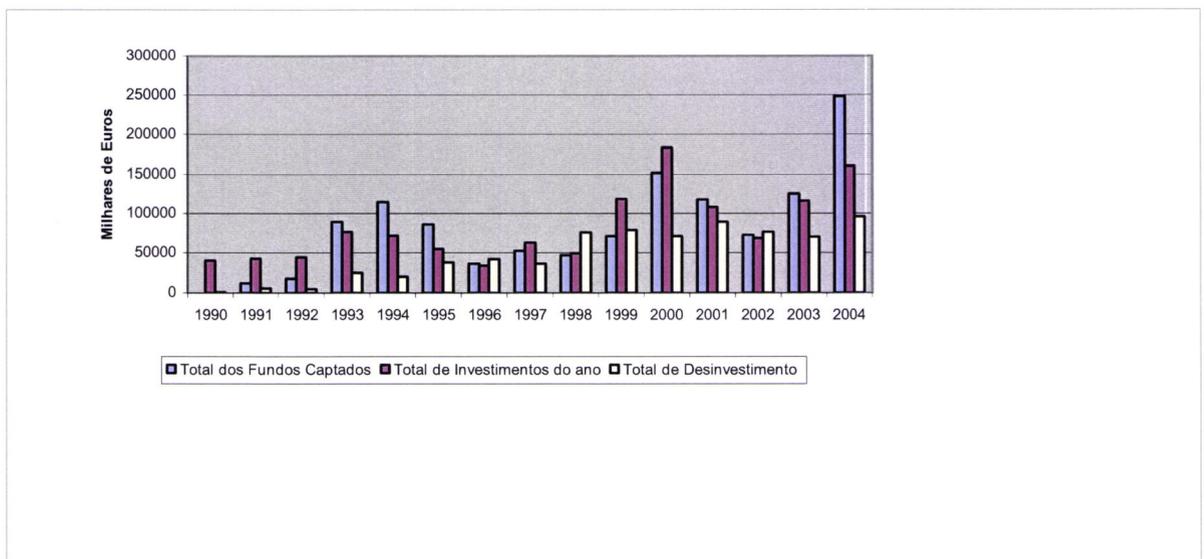
Gráfico 2.8 - Desinvestimentos



Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2005

Se compararmos a evolução anual das três variáveis deste capítulo (fundos captados, investimentos e desinvestimentos) podemos concluir que alguns dos investimentos realizados em 1999 e 2000 tiveram como base fundos desinvestidos entre 1998 e 2000. No ano de 2004 observamos o já referido aumento dos fundos captados com base no sector da banca.

Gráfico 2.9 - Evolução dos Fundos Captados, Investimentos e Desinvestimentos



Fonte: EVCA Yearbook, Edições 1990 a 2005

2.4. Os Agentes do Mercado de Capital de Risco

“As pessoas não recebem novo conhecimento de uma forma passiva, elas interpretam-no adaptando-o à sua própria situação e perspectiva... a confusão criada pelas inevitáveis diferenças de significado podem ser uma fonte rica de conhecimento, se a companhia souber como o gerir”. Nonaka, 1991

O mercado alvo do Capital de Risco são as pequenas e médias empresas em fase de arranque ou já em funcionamento, que dispõem de um projecto credível e competitivo, boa equipa de gestão, apostem em segmentos de mercado com potencial de crescimento e utilizem tecnologias novas. É uma forma de capitalizar empresas apoiando-as na fase de arranque, expansão, reestruturação e modernização. Num universo de recursos escassos, é tarefa complexa obter os meios monetários necessários para responder aos investimentos que pretendem desenvolver. A situação complica-se quando as PME necessitam de grandes volumes por períodos longos, normalmente com elevado grau de risco. Bessis (1998) refere que entre os critérios utilizados pelas SCR para a sua selecção sobre a qualidade dos projectos estão a reputação e experiência da equipa de gestão.

Para evitar eventuais prejuízos é importante que o fornecedor de fundos elabore o seu investimento de forma faseada no tempo e tenha contemplado, em termos contratuais, a hipótese de abandono se não se mostrar rentável a sua participação.

Entre os fornecedores de fundos estão os Fundos de Pensões, os Bancos, as Seguradoras, Investidores Privados Internos e Externos, Estado e diversas Instituições Publicas.

Verificam-se grandes diferenças entre os diversos países no que concerne às fontes de financiamento, tendo como explicação razões legais, culturais, económicas, podendo-se agrupar os países sob duas grandes orientações:

- Países de cultura anglo-saxónica, em que os investidores privados e os fundos de pensões são os maiores contribuintes;
- Países da Europa em que a Banca e as Organizações Públicas são os maiores investidores.

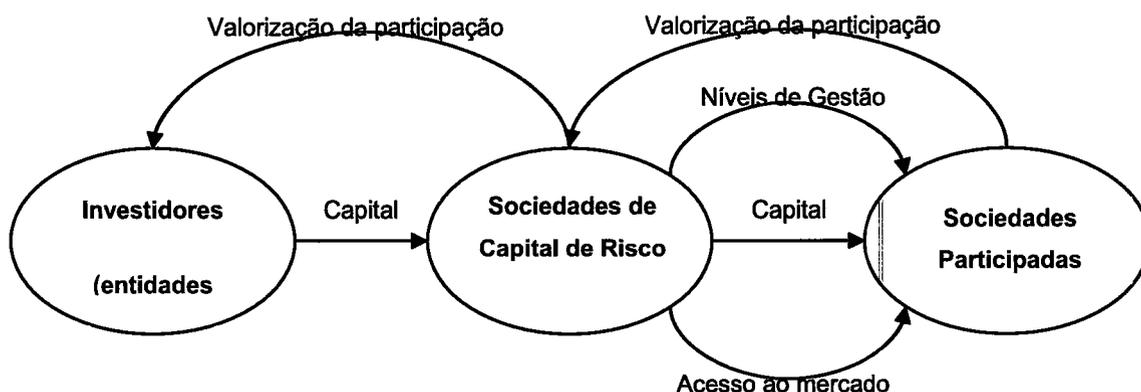
Nos EUA, após várias reformas fiscais, verificou-se uma redução significativa da participação pública na composição dos agentes intermediários, passando os fundos a ser essencialmente de origem privada. Sohl (1999) referiu que no mercado norte-americano em 1994 os Venture Capitalists investiram 2,7 biliões de dólares em cerca de 1.000 projectos e em 1997 investiram 12,2 biliões de dólares em 2.706 projectos. O que significa que, enquanto o montante envolvido aumentou 450%, o número de projectos apoiados apenas duplicou. O mesmo autor conclui também que à medida que o volume de fundos aumenta há um deslocamento do segmento apoiado para cada vez mais "later stages" (estágios mais avançados).

Na Europa, o Reino Unido é considerado um verdadeiro *outlier* em termos de média, predominando os fundos de pensões e os bancos. Neste continente, apesar de não se verificar uma tendência tão demarcada como nos EUA, também se tem investido cada vez mais em projectos de maior dimensão.

Os bancos, com imposições legais a nível de solvabilidade e liquidez, têm aqui uma forma de diversificar a sua actividade possibilitando aos seus clientes, que apresentam dificuldades em cumprir um esquema de serviço de dívida, um meio de viabilização dos seus projectos. Sendo este um produto concebido para situações de risco elevado, consequência da novidade do produto ou fase de desenvolvimento, este instrumento pode ser utilizado no âmbito de uma estratégia global, ou para apoiar sectores específicos de actividade que carecem de desenvolvimento ou reestruturação.

Tipicamente a estrutura apresenta três tipos de agentes: a montante os investidores/financiadores; a jusante, o universo dos empreendedores; e, como interlocutores da relação, as entidades gestoras de fundos de Capital de Risco, que investem em projectos de vários tipos e sectores.

Figura 2.3 - O Circuito do Capital de Risco



Fonte: elaboração própria

Segundo a APCRI (Associação Portuguesa de Capital de Risco), em Portugal as SCR podem ser classificadas, em relação à propriedade do seu capital, do seguinte modo:

1. SCR detida por bancos;
2. SCR associada autónoma de uma ou mais instituições financeiras;
3. SCR detida por organização não financeira;
4. SCR privada ou independente;
5. SCR detida por várias organizações;
6. Organização Estatal, Autoridade Local ou Organização de desenvolvimento Regional.

2.5. Vantagens do Capital de Risco Versus Endividamento

Quando os recursos angariados pelo empresário, na família e com amigos, se mostram insuficientes, o mercado de capital de risco é uma das alternativas mais adequada a situações de alto risco e incerteza, na medida em que se verifica a indexação da remuneração aos resultados, bem como pela parceria de gestão implícita.

Às empresas em fase de emergência adequa-se o financiamento via capital próprio, estando o acesso ao financiamento condicionado à relação Risco/Rentabilidade tanto na perspectiva do próprio projecto como do próprio financiador.

Reconhecidamente, a estrutura adequada de financiamento é uma via para a diminuição do risco da actividade por questões de efeito de sinal e de equilíbrio da própria estrutura financeira.

Como referem Brealey e Myers (1998) a escolha da estrutura não será um simples problema fundamentalmente de marketing, mas sim uma questão que ultrapassa o conceito básico de recurso financeiro.

As necessidades de financiamento dependem da fase do ciclo de vida da organização, bem como do tipo de activo e dos custos de insolvência. Temos que considerar as diferenças em relação ao volume de financiamento e garantias, que irão definir os custos a suportar.

Caldeira Menezes (1995) inclui o capital de risco nas fontes de financiamento a médio longo prazo, no grupo do capital próprio, indicando que a escolha, entre as diversas fontes, advém de critérios, tais como: dimensão; idade; tipo de activos; garantias reais; entre outras características da empresa/projecto.

Este autor refere ainda como características a ter em atenção nas fontes de financiamento a longo prazo: os custos nominais totais; os indirectos ou futuros; o grau de exigibilidade; a forma de reembolso; o impacto sobre o risco financeiro.

Da comparação entre capitais alheios e capitais próprios constata-se que o mapa de serviço da dívida e os custos são definidos "à priori", não se verificando qualquer indexação à performance da empresa. Em causa está a mera disponibilização de fundos, sem apoio técnico ou de gestão, apenas com a exigência de garantias, o que é totalmente desadequado na fase de lançamento de uma organização, nomeadamente quando estão em causa projectos arrojados e inovadores, os quais, devido à incorporalidade e especificidade dos activos envolvidos, tornam difícil a apresentação de qualquer garantia.

Como principais características do Capital de Risco podemos destacar as seguintes:

- Tipo de investimento destinado a empresas que se encontram em fase de crescimento ou arranque;
- Preferência pelas pequenas e médias empresas, já que são estas que oferecem maiores possibilidades de expansão e desenvolvimento, e, por sua vez, uma maior valorização da participação aquando do desinvestimento, quer pela alienação da participação ao empresário quer a outros;

- Fonte de financiamento já que possibilita a disponibilidade financeira para o início ou desenvolvimento da sua actividade sem aumentar as dívidas;
- É uma forma de canalizar as poupanças do circuito económico de forma a colmatar a fraca capacidade de autofinanciamento das pequenas e médias empresas;
- A sociedade de capital de risco assume um risco maior no investimento do que as instituições de crédito no financiamento. De facto, ao investir a sociedade de capital de risco não obtêm qualquer garantia por parte da empresa receptora do capital, ao contrário do que acontece com o crédito concedido pelas instituições financeiras, uma vez que estas apenas financiam mediante apresentação de garantias por parte da empresa financiada e da sua estrutura de sócios, accionistas e/ou gestores e desde que os rácios de gestão satisfaçam os seus parâmetros de análise de risco.

Pimentel (1995) refere que as fontes tradicionais de financiamento determinam “a priori” a taxa de rentabilidade intrínseca do negócio, não efectuando nenhum acompanhamento à situação económico-financeira da empresa, pois existem diversas garantias de pagamento da dívida não dependentes da performance da empresa.

A EVCA (1992:9-12) refere “*Most importantly, venture capital is more than Money*”, para designar esta relação de parceria que permite aumentar o valor da empresa através de factores como a troca de vivências e o conhecimento, para além da mera participação de capital.

Esta troca de conhecimento têm implícita uma filosofia de “hands on”, por forma a reduzir o risco da participação pelo permanente acompanhamento, sem afectar a liderança da organização.

Segundo Gorman e Sahlman (1989) e Bygrave e Timmons (1992), no conjunto da sua carteira de investimentos, as Sociedades Capital de Risco dedicam especial atenção às empresas jovens pois são essas que, devido à inexperiência, mais precisam de apoio.

Fried e Hisrich (1995) definem como fontes geradoras de poder para as SCR, as seguintes:

- Liquidez – sempre importante mas mais quando se trata de pequenas empresas em negócios inovadores;

- Relações pessoais – resulta dos conhecimentos, dedicação e empatia dos técnicos da SCR com as empresas participadas;
- Poder formal – decorre das cláusulas contratuais.

A esfera de intervenção das SCR pode ir do nível operacional ao estratégico (Rosenstein, 1988⁵⁵, Sweeting, 1991 e Soares, 1995) sem intervenção na liderança das empresas.

Segundo Fried e Hisrich (1995) as SCR denominam-se “consultants with a financial interest”, reflectindo os elementos base da sua acção: participação no capital próprio de empresas e prestação de serviços de consultoria.

De acordo com Lebas (1987), Gorman e Sahlman (1989) e Macmillan et al., (1989)⁵⁶, sempre que ocorram situações de crise, é possível às SCR assumirem um maior protagonismo no sentido de limitar as perdas ou até mesmo de conseguir alguns ganhos, pelo que a gestão “hands on” deverá ser praticada continuamente no sentido de evitar estas ocorrências.

De forma a potenciar esse objectivo as SCR desenvolveram uma diversidade de medidas que, de acordo com Soares (1995), podemos sintetizar do seguinte modo:

- Desenvolvimento de acções tendentes à criação de empresas (estruturação e participação nos processos de conceptualização e criação);
- Participação na definição de estratégias de desenvolvimento (modernização, internacionalização, etc.), através da avaliação de oportunidades e ameaças e a monitorização dos pontos fortes e fracos da empresa, bem como da identificação dos factores críticos de sucesso;
- Estruturação de políticas conducentes ao reforço de factores de competitividade (tecnologia, qualidade, design, ambiente, recursos humanos, etc.);
- Busca de melhor estrutura organizacional, bem como selecção e formação dos recursos humanos necessários à empresa;
- Consolidação do mercado actual e penetração da empresa em novos mercados, através da rede de contactos disponível a estes investidores institucionais;

⁵⁵ Referido por Sweeting, (1991; 601-622).

⁵⁶ Lam (1991;141).

- Planeamento financeiro e optimização das fontes e custos financeiros - através do bom relacionamento existente com o sistema financeiro e o Know-how disponível – e preparação da empresa para o acesso ao mercado de capitais;
- Realização de contactos internacionais, tendo em vista o desenvolvimento de contactos comerciais, transferência de tecnologia, criação de joint-ventures, etc.;
- Implementação de sistemas de informação interna e externa (informatização, sistemas de controlo interno, contabilidade analítica, etc.).

Sahlman (1990) inclui ainda mais duas actividades:

- Desenvolvimento de acções tendentes à melhoria das relações da empresa com fornecedores e clientes;
- Assessoria de operações de fusão/aquisição que, como refere Brealey e Myers (1998) requerem técnicas específicas de avaliação.

Ao contrário dos EUA, na Europa foi mais privilegiada a participação passiva, ou “hand-off”, devido a aspectos culturais.

Na gestão hand-off o acompanhamento é baseado na análise dos relatórios económico-financeiros e em indicadores comerciais, ficando a gestão inteiramente ao cuidado dos sócios maioritários. Segundo Lebas (1987) é aconselhável às SCR diversificar a sua carteira de forma a reduzir o risco resultante deste tipo de gestão.

Em Portugal, pelas características do tecido empresarial, que como refere Gomes Costa (1995), PME com gestão familiar centrada numa pessoa chave, verifica-se uma maior adversa a cedência de poder.

Contudo, as aplicações de capital de risco configuram-se num processo de investimento sequencial em que as imobilizações de capital ocorrem por longos períodos, opinião defendida por diversos autores como Zopounidis (1990) e Lachmann (1992).

Segundo Bessis (1998) as diferenças mais relevantes, em relação à actividade financeira clássica, dizem respeito: ao risco dos projectos, superior ao dos projectos financiados pelas operações clássicas de financiamento; aos operadores mais activos acrescentando valor às empresas em que participam; e aos projectos financiados. Geralmente só são submetidos às SCR's os projectos que resultam da exclusão dos critérios clássicos de análise da actividade de financiamento.

Acresce ainda que, existem sociedades de capital de risco, ou fundos de capital de risco, cujos investimentos apenas se dirigem a alguns sectores de actividade.

No entanto, assume particular relevância para as empresas que recorrem às SCR, o facto de os custos serem quase nulos, já que apenas deixam entrar a sociedade investidora no seu capital. Deste modo, os custos suportados referem-se aos ocasionados pela entrada da sociedade de capital de risco no seu capital.

Para os investidores de capital de risco, a contrapartida básica deste tipo de investimento é a obtenção da máxima valorização do investimento aquando da venda da participação que detém na sociedade receptora. Este processo é designado por desinvestimento.

Como vantagens da utilização de capital de risco por parte das empresas receptoras temos:

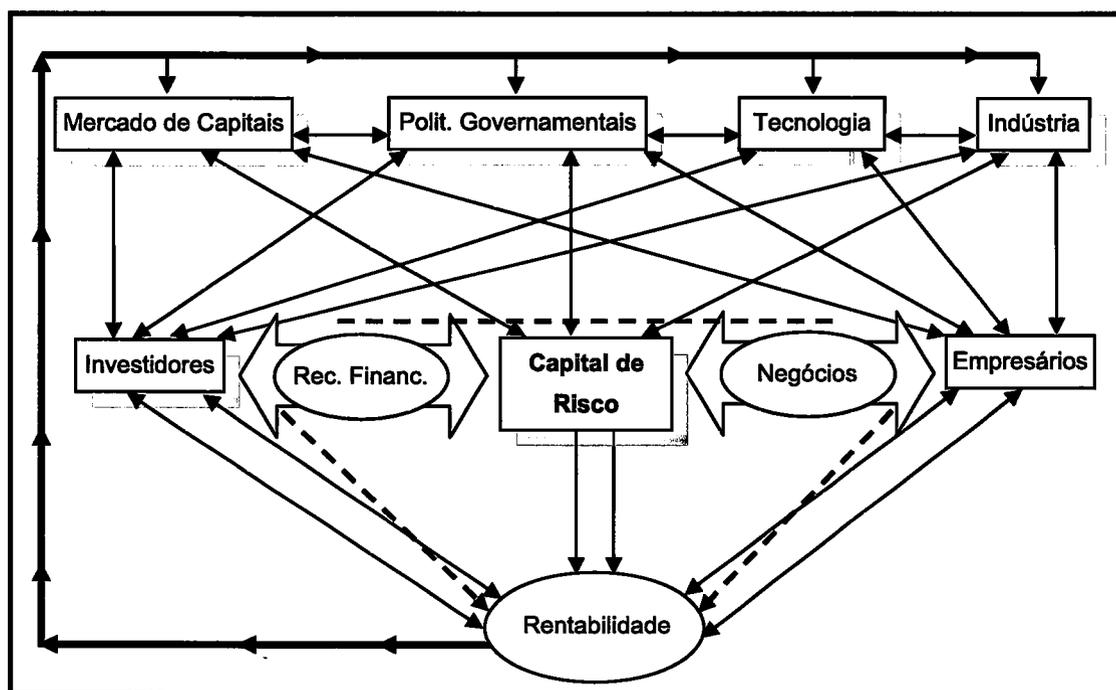
1. Pode representar a única forma de obter capital para investir;
2. Aumenta as disponibilidades da empresa sem reflexos nas dívidas a terceiros;
3. Não há lugar a pagamento de juros pela utilização do capital;
4. Não são exigidas garantias de retorno do capital, nem à empresa, nem aos sócios, accionistas ou gestores;
5. A empresa obtém a disponibilidade de especialistas, financeiros e outros, essenciais ao desenvolvimento do negócio.

Sempre que a empresa tem necessidades financeiras, quer sejam dificuldades temporárias de tesouraria, quer resultantes de uma oportunidade de negócio, as decisões de financiamento assumem um papel bastante importante, pois, a escolha da fonte de financiamento não só condiciona toda a estrutura financeira da empresa, como também compromete o sucesso do investimento que se pretende desenvolver.

Actualmente as empresas tem ao seu dispor uma enorme variedade de formas de financiamento (figura 2.4), que podem ser abordadas sob duas perspectivas distintas, através de capitais próprios ou capitais alheios, com reflexos diferentes na estrutura financeira da empresa.

A qualidade das decisões sobre as fontes de financiamento a adoptar em cada situação, implica que o gestor financeiro detenha um conhecimento profundo das várias opções disponíveis, de forma a garantir a melhoria da rentabilidade dos capitais próprios.

Figura 2.4 - Factores que influenciam o mercado de Capital de Risco



Fonte: Bygrave,W.,op.cit.

2.6. A Empresa Inovadora

“O único activo da Microsoft é a imaginação humana” (Bill Gates).

Tendo o capital de risco inerente a promoção da inovação em projectos ou empresas, operações que deste modo implicam maior risco não sendo facilmente financiadas pelas operações tradicionais, é fundamental clarificar o que se entende por inovação.

Sempre que existe inovação a incerteza aumenta conduzindo a dificuldades acrescidas aquando da contratação de operações financeiras, em que o nível de garantias exigidas se eleva por vezes até valores inalcançáveis pelo empresário. É nestas situações que o capital de risco se torna uma necessidade.

Segundo Ferreira (1999) não há prosperidade continuada na indústria sem inovação tecnológica. Contudo esta inovação conduz-nos a dificuldades especiais que implicam soluções especiais, como no caso do financiamento não poder depender de instituições financeiras tradicionais.

Para Drucker (1985:46) “A inovação é a ferramenta própria dos empresários, é o modo deles explorarem a mudança transformando-a em oportunidade para um negócio ou

serviço diferentes. Ela tem potencial para se constituir como uma disciplina, capaz de ser aprendida e praticada.”

Para Schumpeter (1993), a inovação respeita cinco aspectos: a introdução de um novo produto; a introdução de um novo método de produção; a abertura de um novo mercado; a conquista de uma nova fonte de matéria-prima; e a consumação de uma nova forma de organização de uma indústria. Refere que a inovação é qualquer forma de fazer de modo diferente na esfera da vida económica.

Classicamente, a tecnologia era considerada um factor externo à economia, como refere Caraça (1993), daí a invenção ser vista como a ideia fecundadora e a inovação como a metamorfose produtiva da invenção, conseguida por meio da actividade criativa de um empreendedor, o empresário. Estando a inovação num estágio posterior, mais próximo do cliente, assume um papel social, traduzido num novo produto, processo ou sistema comercializável, não tendo necessariamente uma relação de casualidade com a actividade científica. É algo que em determinado contexto possui um determinado grau de novidade.

No Manual de Frascati (1993)⁵⁷ refere-se que *“Scientific and technological innovation may be considered as the transformation of an ideia into a new or improved product introduced on the market, into a new or improved operational process used in industry and commerce, or into a new approach to a social service”*. *“The word “innovation” can have different meanings in different contexts and one chosen will depend on the particular objectives of measurement or analysis”* Segundo este Manual ao nível da trilogia Investigação Fundamental, Investigação Aplicada e Desenvolvimento Experimental, os resultados da Investigação Fundamental são geralmente rápidos e largamente difundidos, enquanto que os de Investigação Aplicada e Desenvolvimento Experimental não são difundidos, ou são-no sob a protecção de uma patente.

Segundo Kotler (1994) apenas 10% de novos produtos são verdadeiras inovações e novidades para o mundo.

Há várias formas de acesso a inovação, as quais vão desde o desenvolvimento interno, à compra de patentes e licenças até à aquisição externa via aquisição de uma empresa.

⁵⁷ Manual de Frascati (1993), “The Proposed Standard for Surveys of Research and Experimental Development”, OCDE, 5ª ed.

Freeman (1989) classificou a inovação, ao nível macro-económico, como incrementais, radicais, mudanças de sistema tecnológico e mudanças de paradigma tecno-económico, dependendo do alcance tecnológico, económico e social das inovações.

Para Porter (1990), os governos desempenham um papel importante na criação de condições para que as empresas atinjam os seus objectivos e obtenham altos níveis de competitividade, o que não implica, necessariamente, um estado intervencionista. Defende que “as políticas de sucesso são aquelas que criam as condições ambientais para que as empresas obtenham vantagens competitivas e não tanto as que envolvem directamente os governos no processo, à excepção de países em vias de desenvolvimento”.

De acordo com Kotler (1994) novos produtos são produtos originais, produtos modificados e novas marcas, o que faz com que seja sempre o consumidor final a avaliar e a definir o sucesso da inovação.

Atendendo ao facto de que a investigação independente é extremamente onerosa e conduz por vezes à duplicação de projectos em áreas diferentes e que os esforços cooperativos permitem obter economias de escala, Porter (1990) refere o exemplo dos EUA que modificaram as leis anti-trust para permitir a realização de acordos de cooperação em investigação e desenvolvimento (I&D). A crescente complexidade das tecnologias provoca um incremento nos custos que estão associados às actividades de I&D (Gugler, 1992). Por outro lado, a aceleração consecutiva do progresso técnico fez do factor tempo um elemento concorrencial essencial à sobrevivência da empresa, a ponto de ser mais vantajoso recorrer a recursos externos do que desenvolvê-los internamente (Wolff, 1996)

Podemos dizer que ao longo do ciclo de vida do produto, o tipo de inovação é diferente uma vez que, na fase inicial temos inovação ao nível do produto e com a evolução surgem outros produtos semelhantes até à concepção de um produto padrão, momento a partir do qual começa o processo para a sua optimização e entramos na inovação do processo.

De acordo com Devlin e Breackley (1998), a evolução tecnológica, entenda-se inovação, provoca uma redução drástica da duração de vida dos produtos e cria vivamente a necessidade de desenvolvimento de produtos novos e inovadores e de explorá-los intensamente. O ritmo da inovação é de tal ordem, segundo Garrette e Dussauge (1995), que os consumidores têm tendência a diferir as suas compras para evitarem que os bens adquiridos estejam obsoletos pouco tempo depois.

Booz et al., (1982) identificam seis categorias de novos produtos, os produtos novos para o mundo, as novas linhas de produtos, acréscimo às linhas de produtos já existentes, melhoria ou revisão de produtos existentes, reposicionamento e redução de custos.

Por tal, em termos económicos, inovação abrange um elevado leque de situações e realidades, alterando-se com o ciclo de vida do produto e da tecnologia. A investigação sobre a gestão confirma que as empresas são capazes de usar a inovação para melhorar os seus processos ou diferenciar os seus produtos e serviços, têm um melhor desempenho que as suas concorrentes, medido pela rentabilidade, crescimento, quota de mercado ou capitalização de mercado(Tidd,2000).

Segundo Teece (1987) o processo de inovação requer uma complexa interacção e integração com uma multiplicidade de unidades económicas, assim como ligações com instituições externas.

O impacto das tecnologias de informação e comunicação (TIC) tem sido significativo na logística, na distribuição, e nos serviços, criando condições para uma onda de novas empresas de risco (International Journal of Management, 2000). Temos razões para crer que a exploração económica e competitiva destas como de outras tecnologias emergentes só agora começou (Schwartz, 2000).

Limitações como a dimensão da empresa, a complexidade tecnológica e a incerteza ambiental influenciarão a escolha dos processos mais correctos. Por exemplo, a complexidade tecnológica requer um aumento da participação nas redes de fornecedores e de utilizadores, onde a incerteza exige uma vigilância apertada na monitorização do ambiente tecnológico e de mercado (Tidd, 2001). A inovação contribui para o sucesso das organizações, embora as vantagens competitivas possam vir da dimensão, do número de acções detidas, etc. A matriz está a pender cada vez mais para aquelas empresas que mobilizam o conhecimento, a experiência e as capacidade tecnológicas para criar novos produtos, processos e serviços (Kay, 1993). A inovação contribui de modo variado, sendo exemplo, a evidência da investigação que pressupõe uma forte inter-relação entre os novos produtos e o desempenho do mercado (Sauder e Sherman 1994). Os novos produtos ajudam a reter e a conquistar novas quotas de mercado e aumentam a margem de lucro nesses mercados (Luchs, 1990). No caso de produtos mais maduros e estáveis, o crescimento das vendas não resulta somente de ser possível baixar os preços mas também de uma série de outros factores que não têm a ver com o preço, concepção, personalização e qualidade (Baden-Fuller e Pitt,1996). No mundo em que o ciclo de vida está em constante redução é cada vez mais importante ter a

capacidade de substituir, com frequência, os produtos por melhores versões (Walsh et al., 1992).

A capacidade para desenvolver novos produtos é importante porque a envolvente está em constante mudança, com melhorias da componente sócio-económica, e alterações no enquadramento legislativo. Entretanto a concorrência cria oportunidades e constrangimentos às quais as empresas tem que responder com inovação.

Ser capaz de fazer algo que até aí ninguém fez, ou fazê-lo melhor que outrem representa uma fonte de competitividade e uma real vantagem.

Muitos estudos demonstraram o poder da inovação na criação e transformação de estruturas industriais como por exemplo, no caso da máquina de escrever, do computador e do automóvel (Utterback,1994). Daqui resultam importantes mensagens para a gestão da inovação, uma vez que essas transformações são frequentes podendo ser provocadas pelo desenvolvimento tecnológico, amiúde potenciado pelas novas empresas. Estas sendo mais pequenas, tomam as suas decisões mais rapidamente sendo mais fácil especializarem-se em pontos que constituem vantagem competitiva.

Para Michael Porter *“As organizações adquirem vantagens competitivas com actos de inovação. Elas abordam a inovação no seu sentido lato, que compreende as novas tecnologias bem como os novos caminhos para fazer as coisas”* (Porter, 1990, 46).

As oportunidades para a inovação em pequenas empresas são fortemente influenciadas pelos contactos pessoais com os seus fornecedores, bem como pela proximidade geográfica aos seus clientes, e pela qualidade e capacidade da mão-de-obra local. Podemos assim dizer que o incentivo á inovação de uma pequena empresa é fortemente condicionado pelo contexto regional e nacional, sendo exemplo o famoso Silicon Valley (Cooke e Morgan,1997).

A fase de concepção consiste na geração de ideias novas e na identificação das oportunidades em que podem assentar os novos empreendimentos. Cada vez mais a inovação é uma tarefa de espectro largo, que abrange a produção, o marketing, a administração, as compras e muitas outras funções. Todos estes factores alimentam fortes pressões para uma mudança organizacional alargada no sentido de modelos mais orgânicos.

O aumento da diversidade e da complexidade das competências tecnológicas alarga as possibilidades de inovação, mas também eleva os custos sem que seja possível “a priori”

saber se os investimentos podem ser recuperados (Garrette e Dussage,1995). A esta incerteza, característica do processo de inovação, associa-se um outro aspecto importante: a dispersão do conhecimento. Para Ohmae (1989), nenhuma empresa consegue manter-se proprietária do conhecimento tecnológico por muito tempo e a sua dispersão é o resultado natural da interacção que mantém com o meio envolvente. A vantagem competitiva pela via tecnológica tem potencialmente um horizonte temporal curto, que porventura não justifica que os custos que lhe estão associados sejam assumidos apenas por uma empresa, mesmo sendo de grande dimensão.

Schumpeter (1993) defende que as grandes empresas, com posição mais ou menos monopolista, são as que têm maiores incentivos para serem o motor do progresso tecnológico. Isto porque possuem capacidade de autofinanciamento e também acesso mais facilitado ao mercado de capitais, maior capacidade de absorção de riscos e estruturas que lhes permitem obter economias de escala nas actividades de investigação e desenvolvimento (I&D). Posteriormente Richard (1959) acresceu a diversificação da empresa, como mais um factor favorável à actividade de I&D. Arrow (1962) veio mostrar o contrário, afirmando que os incentivos para a investigação são menores quando o poder de mercado é maior.

A evidência empírica revela que em alguns casos verificam-se estas duas teorias.

Reynolds (1994) e o livro branco da U.S. Small Business Administration (1998) acentuam a importância das novas empresas para a inovação da economia, não apenas pela quantidade de patentes registadas a seu favor, mas também pelos desafios que colocam às empresas já instaladas.

Arend (1999) corrobora esta posição indicando que na década de 80 as pequenas empresas gastaram globalmente mais em I&D (investigação e desenvolvimento) do que as grandes empresas e geraram 24 vezes mais inovações por cada dólar investido do que as empresas da Fortune 500, adiantando que às empresas já instaladas não interessa muitas vezes explorar as inovações tecnológicas, porque a mudança tem, por vezes, custos e riscos elevados.

Também Timmons e Bygrave (1986) confirmaram esta situação ao concluírem que as pequenas empresas de base tecnológica são a fonte da maioria das inovações tecnológicas “radicais”. Já Hamel e Prohalad (1991) afirmam que às grandes empresas é, em geral, praticamente impossível serem verdadeiramente inovadoras. A preocupação com o curto prazo e a burocracia sufocam a inovação nas grandes empresas (Drucker,1985).

Barret e Weinstein (1998) afirmam que faz parte da natureza de qualquer grande organização ser hostil à mudança (homeostasia), apesar das empresas maiores terem uma vantagem potencial na inovação pois têm mais recursos para investigar, melhores sistemas de distribuição estabelecidos e podem financiar e suportar mais facilmente o risco dos projectos.

Para Arend (1999), às empresas instaladas não interessa muitas vezes explorar as inovações tecnológicas, porque a mudança pode ter custos muito elevados, daí serem geralmente as novas empresas que as exploram. Contudo, a uma empresa sem histórico de existência, bem como, com um projecto inovador é extremamente difícil a obtenção de financiamento, fundamentalmente, se esse for resultante da contratação com Instituições de crédito comerciais, uma vez que as exigências ao nível das garantias e confiança são elevadas e quase impossíveis de alcançar por uma nova empresa inovadora. Nesta problemática toma maior significado o capital de risco, como forma de apoio sem aumento de custos, para a empresa de modo a potenciar o acesso e conhecimento a determinadas áreas da gestão e de mercado.

3. METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO

A investigação sobre a pergunta de partida fixada foi orientada para os temas “Capital de Risco” e “motivação na escolha da estrutura de financiamento”.

As obras e artigos consultados sobre o tema “Capital de Risco” tinham essencialmente por objecto o problema da emergência da actividade de capital de risco e dos critérios utilizados para a selecção de operações pelas SCR.

Sobre o tema da “motivação na escolha da estrutura de financiamento” propriamente dito, surgiram inúmeros trabalhos, todos eles pouco alusivos ao capital de risco, contudo bastante ricos no debate da problemática. Por outro lado realizaram-se inquéritos por questionário, não presenciais, cuja metodologia se descreve neste capítulo.

3.1. Amostra de Investigação

A amostra sobre a qual se aplicou o questionário foi extraída da base de dados do INE, admitindo-se, numa primeira fase, a informação da base de dados da Segurança Social posteriormente excluída por se ter revelado pouco precisa e muito genérica.

Face aos objectivos do estudo, inventariaram-se 304 empresas da indústria transformadora e 11 empresas da indústria extractora, constituindo um universo total de 315 empresas. A selecção foi desenvolvida tendo por base todas as empresas que apresentassem volume de negócio.

A opção pela caracterização das empresas das indústrias extractiva e transformadora, em detrimento de outros sectores de actividade resulta da importância e potencialidades de desenvolvimento que estes sectores representam.

Porém, já na constituição da amostra foram apenas consideradas as empresas com volume de negócio anotado nos indicadores económicos do INE, sendo ainda preocupação a representatividade em dois níveis distintos:

Geográfico - foram contemplados todos os concelhos do Norte Alentejano;

Tipológico - atendendo à subclasse (CAE a dois dígitos) da actividade económica.

Com base neste pressupostos, foram seleccionadas 150 empresas (48% do universo), sendo 143 da indústria transformadora e as restantes 7 da indústria extractiva (anexo 2).

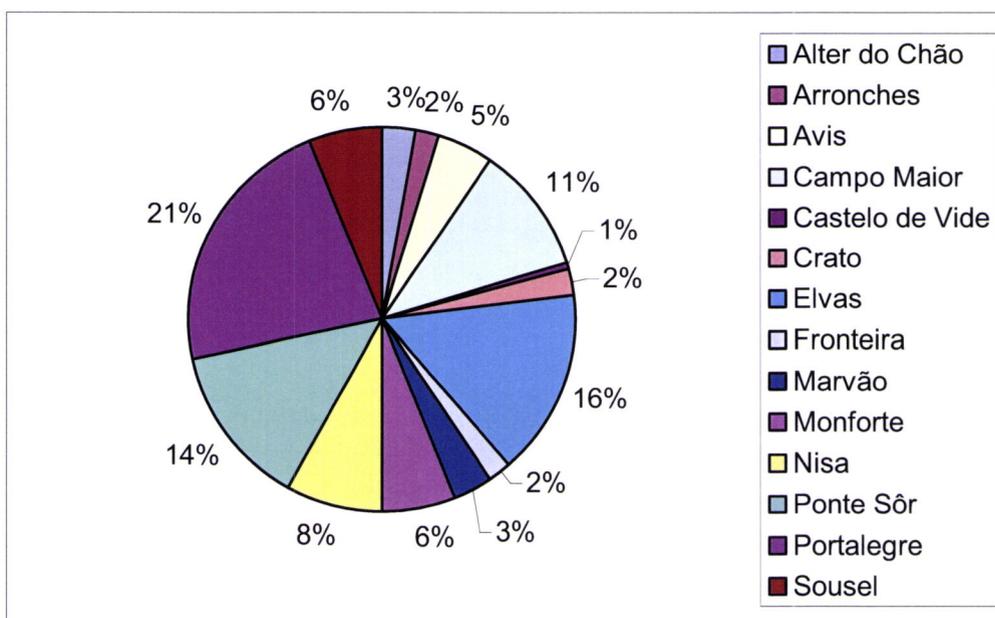
3.2. Caracterização da Amostra Seleccionada

Visando a construção de uma amostra que fosse realmente representativa do universo das 11 empresas da indústria extractiva, excluámos 2 que não apresentavam volume de negócio. Das 9 a inquirir foram seleccionadas 7, 4 das quais aleatoriamente, sendo as restantes 3, a de maior volume de negocio e as duas de menor. Esta amostra representa aproximadamente 78% do universo de empresas para os sectores em causa, constantes da base do INE.

Em relação às empresas da indústria transformadora, das 304 empresas constantes da listagem, 46 não apresentavam volume de negócio. Das restantes 258, foram seleccionadas 143, aproximadamente 55,4% do universo, com base na ordem decrescente do volume de negócio.

Todos os concelhos do distrito de Portalegre se encontram representados na Amostra de acordo com o Gráfico 3.1.

Gráfico 3.1 - Distribuição das Empresas da Amostra por Concelhos



Fonte: Elaboração Própria

Dos 150 questionários remetidos foram recolhidos 40 questionários, representando cerca de 26,67% do universo seleccionado

A distribuição do questionário pelas 150 empresas que constituíram a amostra teve lugar durante o Verão de 2006, tendo sido remetidas no início de Julho por correio, com pedido de colaboração do Conselho Directivo (CD) da Escola Superior de Tecnologia e Gestão (ESTG) para que as empresas promovessem a devolução dos questionários.

Dois meses e meio após o envio, todas as empresas foram contactadas via telefone, e remetidos novos questionários para as empresas que alegaram não ter recebido, tendo esperado mais um mês para finalizar o tratamento de dados.

3.3. Recolha de Dados

“Aquilo que o investigador considera importante nem sempre coincide com a noção de importante do inquirido” Reis e Moreira, 1993.

A construção do questionário inicia-se com a especificação da informação necessária, na qual o investigador deve ter uma ideia clara sobre a população alvo, uma vez que as características dos respondentes têm uma forte influência no “design” do questionário. (Silvério, 2001, citando Malhotra, 1996)

De acordo com Marconi e Lakatos (1990), as vantagens dos questionários relacionam-se, entre outras, com: a economia de tempo e viagens; a possibilidade de obtenção de um grande numero de dados e de atingir um maior numero de pessoas simultaneamente; a maior liberdade e segurança nas respostas em virtude do anonimato; o menor risco de distorção devido à não presença/influência do pesquisador; o facto do inquirido dispor de mais tempo para responder; e com a uniformidade na avaliação, dada a natureza impessoal do instrumento.

Quanto às desvantagens, são apontadas: a diminuta percentagem de questionários devolvidos, que em média atingem os 25% de devolução⁵⁸; a impossibilidade de esclarecer o inquirido em questões mal compreendidas, podendo aparecer um grande número de perguntas sem resposta; a possibilidade de o inquirido conhecer todas as questões antes de responder; a devolução tardia; e, por último, a possibilidade de que quem responde não ser o seleccionado para o preenchimento, podendo constituir uma fonte de enviesamento (Reis e Moreira, 1993).

Utilizaram-se dois questionários como modelo fonte: um elaborado pela Society for Associated Researchers on International Entrepreneurship, do Imperial College, em Londres, em que utilizamos todas as questões presentes no questionário com excepção da parte referente a inovação; outro do Departamento de Economia e Gestão, da Universidade da Beira Interior, na Covilhã, em que utilizamos as questões referentes a inovação. Com base nestes, foi concebido um questionário que nos parecesse rápido de preencher visando obter um número significativo de respostas.

Na construção do questionário, as questões foram estruturadas em quatro grandes categorias (Silvério, 2001, citando Moreira, 1993):

Atributos – inclui características pessoais e sócio-económicas.

Comportamentos – diz respeito ao que o indivíduo fez, faz actualmente e pensa vir a fazer.

Atitudes - implicam a avaliação e dizem respeito ao que as pessoas sentem acerca de um determinado tema.

Crenças – relaciona-se com a atitude de espírito que admite em grau variável (certeza, convicção, opinião), uma coisa como verdadeira.

⁵⁸ De acordo com Sellitz et al (1965:281), de entre os factores que podem influenciar a devolução do questionário por parte do inquirido destacam-se a entidade patrocinadora, a forma atraente, a extensão, o tipo de carta que o acompanha a solicitar a colaboração, a facilidade de preenchimento e devolução pelo correio, os motivos apresentados para a resposta e a classe de pessoas a quem é enviado.

Esta estruturação encontra-se organizada no questionário da seguinte forma:

Quadro 3.1 - Estruturação do Questionário

Categoria	Objectivos	Questões no Questionário
Atributos	Caracterizar o respondente.	A.1; A.2; A.3;A.4; A.5; A.6; A.7; A.8 ;B.1 ;B.2 ;B.3 ; B.4.
Comportamentos	Conhecer e compreender o percurso desenvolvido.	C.3; C.4; D.1; D.2; D.3; D.4; D.5; D.6; D.7.
Atitudes	Avaliar a estrutura de preferência/percepções em termos de critérios de avaliação das opções.	C.1; C.5.
Crenças	Compreender as percepções e importância atribuída ao Capital de Risco.	E.1; E.2; E.3 ; E.4 ; E.5 ; E.6 ; E.7 ; E.8.

Deste modo, o questionário que foi utilizado⁵⁹ aparece apresentado em 5 secções:

1ª secção – Dados sobre o negócio

Foram apresentadas 8 questões sobre o negócio, como sejam a classificação do negócio, o número de sócios, o local de início de actividade e a data da primeira encomenda, assim como o número de trabalhadores, volume de vendas, resultado líquido e capital social no final do ano anterior.

⁵⁹ O questionário utilizado neste estudo pode ser consultado no anexo 2.

2ª secção – Dados pessoais

Procurou-se conhecer alguns dados pessoais do fundador da empresa, nomeadamente a sua idade e formação, para perceber se tecnicamente está inserido no negócio e se pretende continuar a sua formação.

3ª secção – Dados sobre a operacionalidade do negócio

O terceiro grupo respeita à caracterização da empresa em relação a pontos fortes e a pontos fracos, bem como a investimentos realizados e a realizar e seus factores limitativos, identificando igualmente a fonte de financiamento escolhida ou a escolher.

4ª secção – Dados sobre inovação

Nesta parte aborda-se a inovação, tentando medir o impacto desta no desenvolvimento da empresa e como a empresa se tem comportado perante aquela.

5ª secção – Dados sobre capital de risco

Pretende-se nesta secção medir o conhecimento em relação ao capital de risco, qual o historial de envolvimento e a percepção em relação a aspectos positivos e negativos da actuação das Sociedades Capital de Risco. Procurou-se também caracterizar o factor ou factores que mais conduzem a empresa ao capital de risco.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

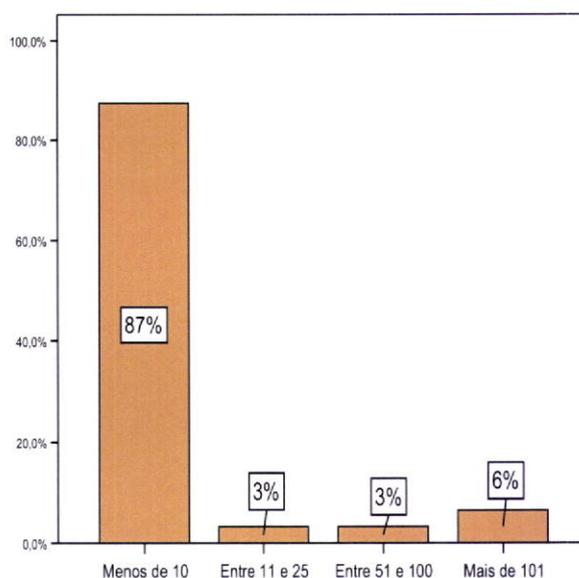
De acordo com a metodologia anteriormente explicada, os resultados obtidos através da aplicação do questionário revelaram ser claramente identificativos da amostra, uma vez que existem posições dominantes nas diversas questões que revelam a opção maioritária.

4.1. Sobre o Negócio

Das 40 respostas, constatamos que 6 empresas (15%) estavam em processo de encerramento, ou pela via judicial ou por opção dos sócios, e que 34 (85%) estavam a laborar normalmente.

Relativamente à forma como o capital se encontra repartido, observa-se que em 86% dos casos o número de sócios ou accionistas envolvidos no negócio é igual ou inferior a 10.

Gráfico 4.1 - Número de Sócios



Embora tal facto não tenha sido inquirido, será de admitir um elevado número de casos em que os sócios da empresa sejam da mesma família, o que normalmente conduz à pouca apetência para a partilha de capital como forma de garantir o controlo da empresa.

Relativamente ao local em que os empresários iniciaram a sua actividade, 53% fizeram-no numa zona rural e 47% numa pequena cidade. Depreende-se destes resultados uma reduzida deslocalização da actividade.

Gráfico 4.2 - Local Onde Iniciou a Actividade Empresarial

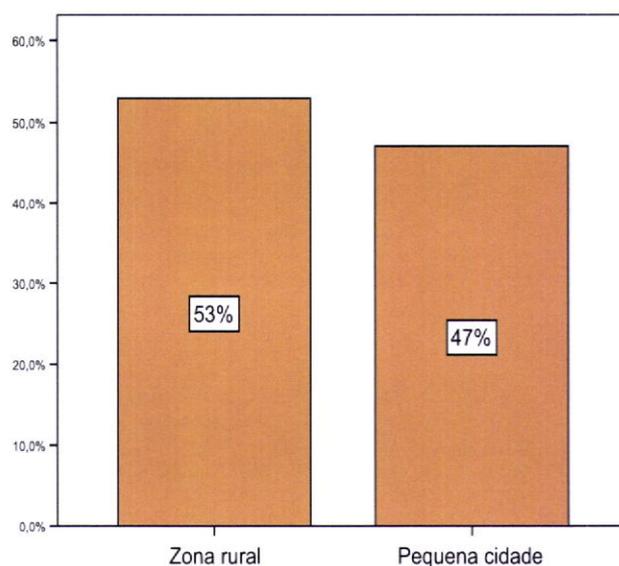
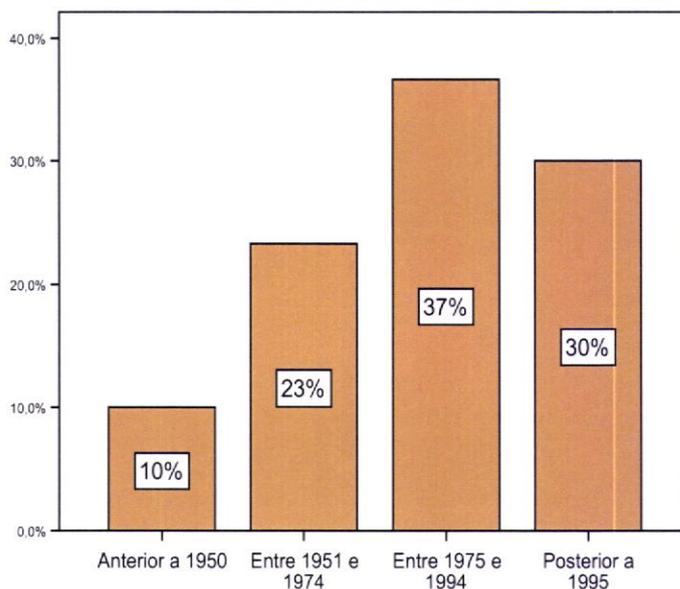
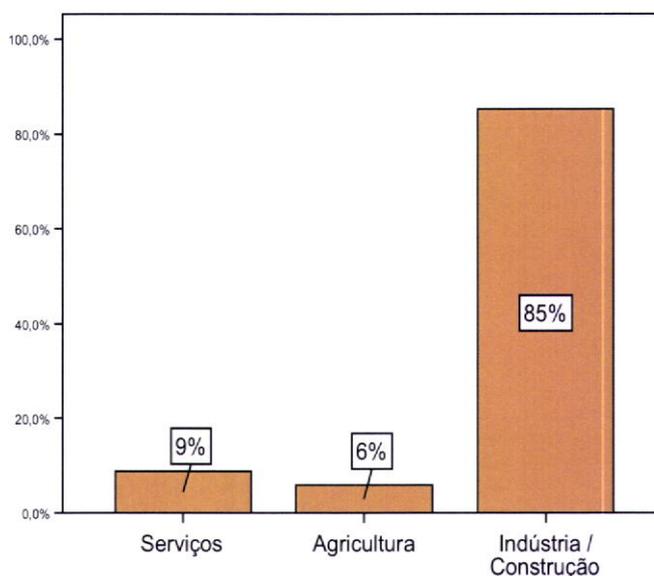


Gráfico 4.3 - Ano da Primeira Encomenda



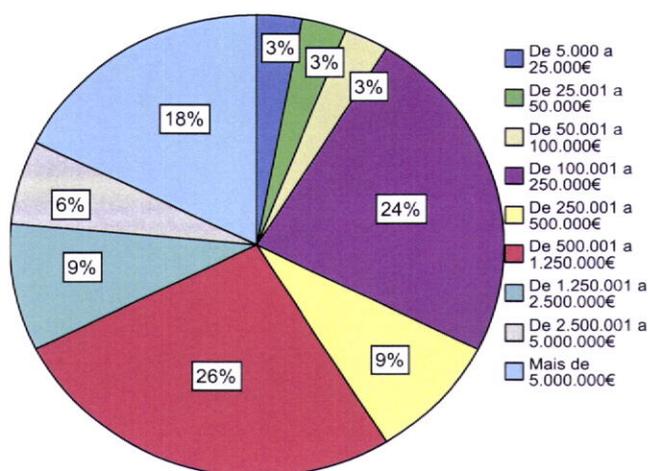
Em relação à data de recepção da primeira encomenda, observa-se que 67% das empresas terão iniciado a actividade depois de 1974, das quais apenas 30% desde 1994.

Gráfico 4.4 - Classificação do negócio



Em relação a esta variável seria suposto que os negócios fossem exclusivamente classificados nas indústrias transformadora e extractiva. Contudo, fruto da dupla classificação ou da reconversão da sua actividade as respostas ao questionário permitem-nos concluir que cerca de 15% das empresas apresentavam uma classificação distinta, conclusão que, de algum modo, afecta a fiabilidade da informação contida na base de dados do INE.

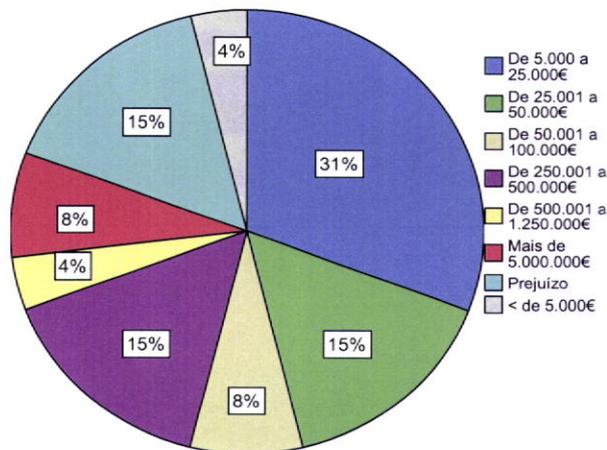
Gráfico 4.5 - Volume de Negócios em 2005



Relativamente ao volume de negócios contabilizado em 2005, destaca-se o facto de 9% das empresas terem registado volume de negócios superiores a 5 milhões de euros. Mas é também relevante o facto de 9% das empresas registarem um volume de negócios inferior a 100 mil euros, em particular pelos sectores em que operam (unidades extractivas e transformadoras), sendo 33% abaixo dos 250 mil euros.

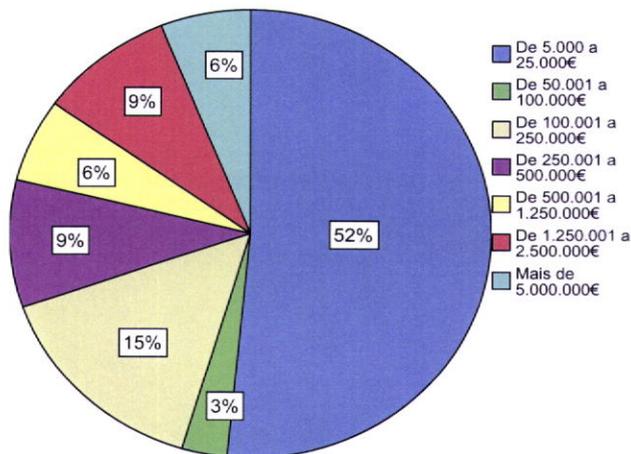
Poderemos igualmente concluir que, com base apenas no volume de negócios, a quase totalidade das empresas engloba-se no conceito de PME, com particular incidência das micro-empresas.

Gráfico 4.6 - Resultado Líquido Antes de Impostos de 2005



Neste gráfico, sobressai o volume de empresas com resultado líquido inferior a 25.000 euros (31%) e sobretudo as que registaram prejuízos (15%). De 25.001 euros a 500.000 euros apresenta-se um total de 38% das empresas.

Gráfico 4.7 - Capital Social em 2005



É sintomático o número de empresas (52%) com Capital Social inferior a 25.000 euros, especialmente por a sua actividade requerer fortes investimentos em equipamentos, factor que poderá obstar ao seu desenvolvimento na modernização dos seus factores de produção.

Gráfico 4.8 - Trabalhadores a tempo inteiro

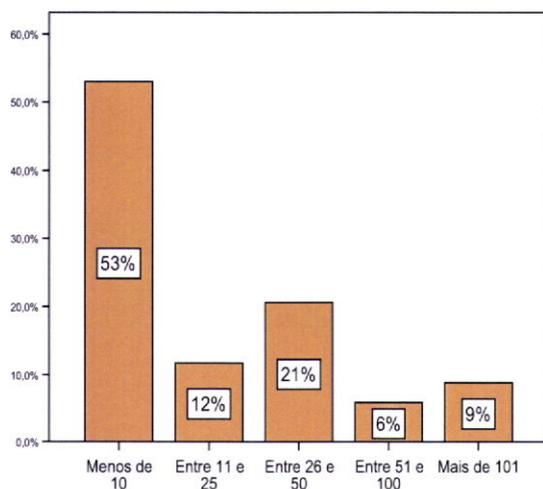
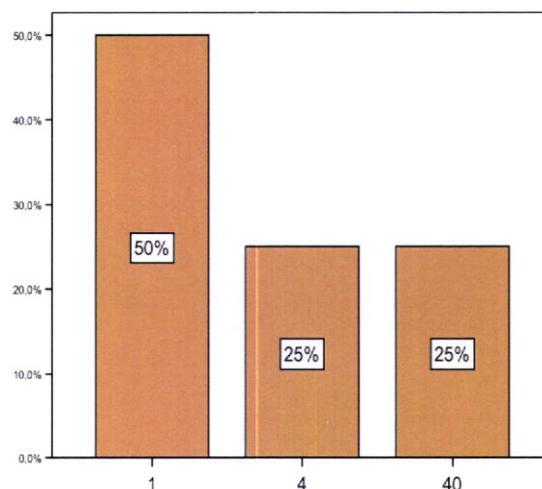


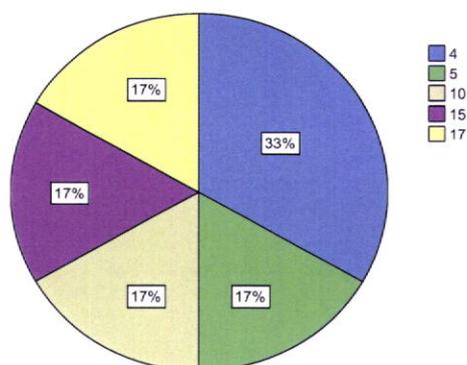
Gráfico 4.9 - Trabalhadores Parciais



O facto de cerca de 53% das empresas registarem menos de 10 trabalhadores a tempo inteiro, poderia indiciar laboração mecanizada. Acresce que 25% das empresas registam cerca de 4 trabalhadores a tempo parcial, nos respectivos quadros. Por outro lado, conjugando os resultados do gráfico respeitante a volume de negócios com os respeitantes aos trabalhadores, conclui-se que a quase totalidade das empresas é PME com um peso relevante das micro-empresas.

Conjugando os resultados dos gráficos anteriores com os do seguinte, concluímos da elevada precariedade de emprego existente uma vez que a generalidade das empresas recorre a trabalhadores ocasionais.

Gráfico 4.10 - Trabalhadores Ocasionais

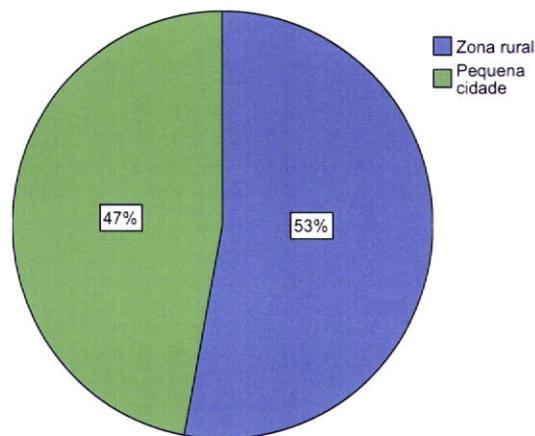


4.2. Sobre o Empresário

Verifica-se uma grande desproporção entre o sexo masculino e feminino, o empresário é maioritariamente do sexo masculino (81%). A mulher apresenta uma predominância de 19%.

A idade média do empresário, independentemente do sexo, é de 47 anos. Contudo, é de destacar a percentagem dos empresários com mais de 60 anos (23%) e com menos de 30 (26%).

Gráfico 4.11 - Onde desenvolve a sua actividade



A zona rural tem merecido a preferência dos empresários facto a que não será estranho os custos de instalação, nomeadamente de terrenos. Poderá também ser o reflexo das políticas seguidas pelas autarquias, em algumas zonas industriais, com projectos de construção tipo, cedência de terrenos temporária (que dificulta financiamentos bancários) e actividades seleccionadas.

Não deixa de ser surpreendente, o número de empresários que revelam possuir cursos superiores (41%). Factor que poderia indiciar aptidões técnicas e/ou académicas para a actividade desenvolvida. Porém, o gráfico seguinte não parece confirmar essa conclusão na medida em que cerca de 61% daqueles revelam não ter formação específica, o que nos leva a presumir não ser específica para a função.

Gráfico 4.12 - Nível de Escolaridade

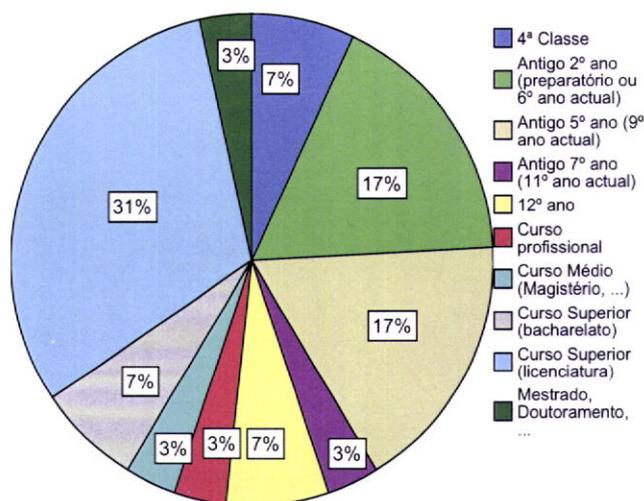
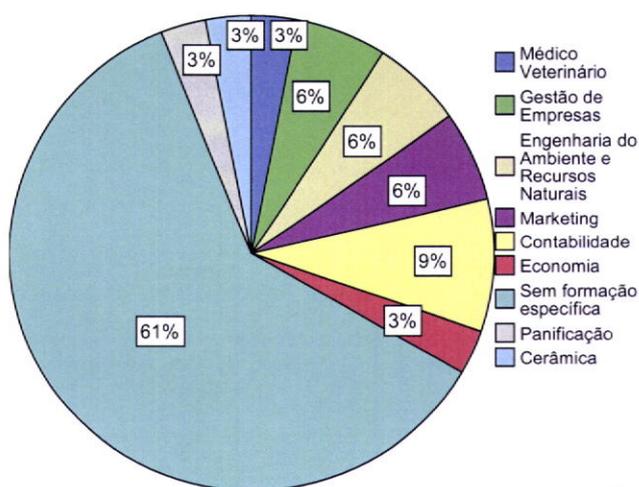


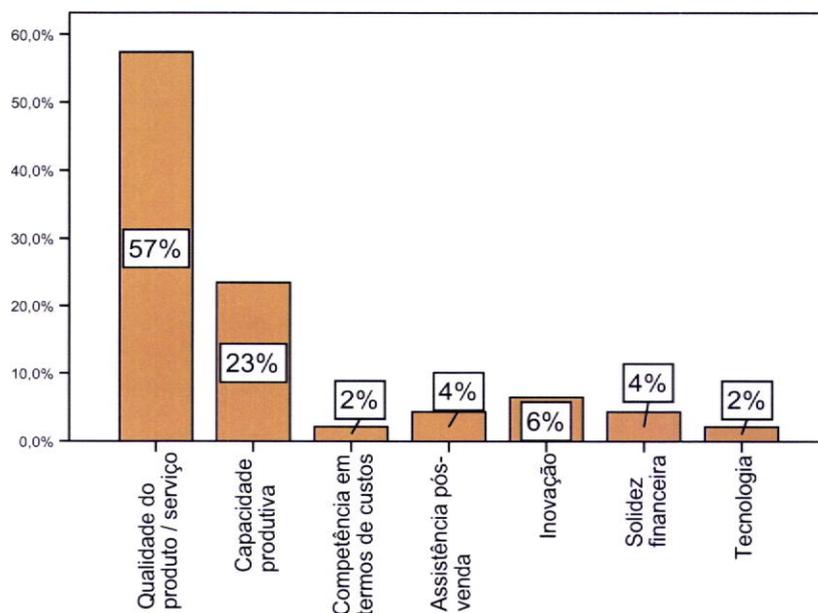
Gráfico 4.13 - Área de Formação



4.3. Sobre a Operacionalidade do Negócio

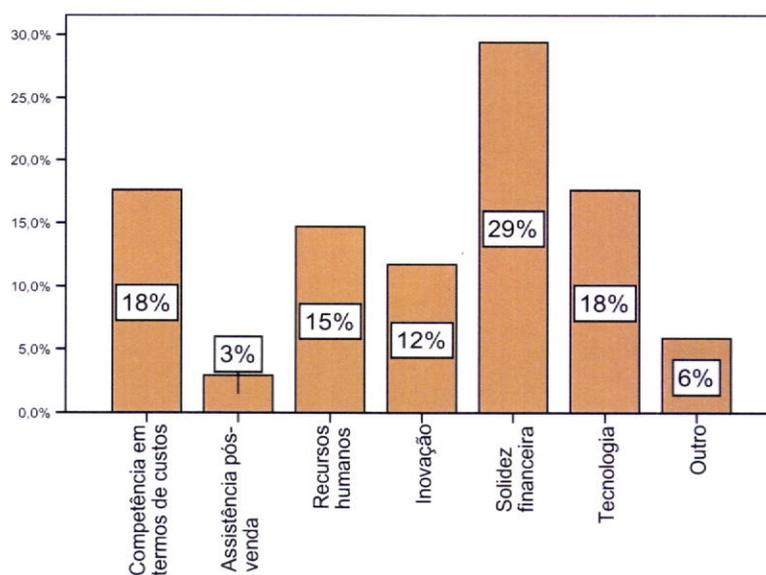
A qualidade do produto/ serviço é a maior preocupação dos empresários (58%). Porém, factores como a assistência pós-venda, a inovação e as novas tecnologias são estranhamente secundarizadas.

Gráfico 4.14 - Ponto Forte



No gráfico seguinte, há dois aspectos a evidenciar. Por um lado, a solidez financeira (ponto fraco de 29% das empresas), por outro lado, a competência em termos de custos (ponto fraco de 19% das empresas) é outro dos aspectos que põe em destaque insuficiências de gestão dado que, embora a maioria dos empresários possua cursos superiores (conforme gráfico), os quadros intermédios da sua empresa não estarão ao mesmo nível educacional e/ou profissional.

Gráfico 4.15 - Ponto Fraco



Apesar de 58% das empresas considerar que a qualidade do produto/serviço é o seu ponto forte, a forte concorrência, nomeadamente da Espanha, países Asiáticos e do leste da Europa, constitui forte motivação dos empresários para modernizar processos de fabrico com substituição de equipamento para mecanizar e automatizar através de novas técnicas (cerca de 71% das empresas).

Gráfico 4.16 - Objectivo do último Investimento

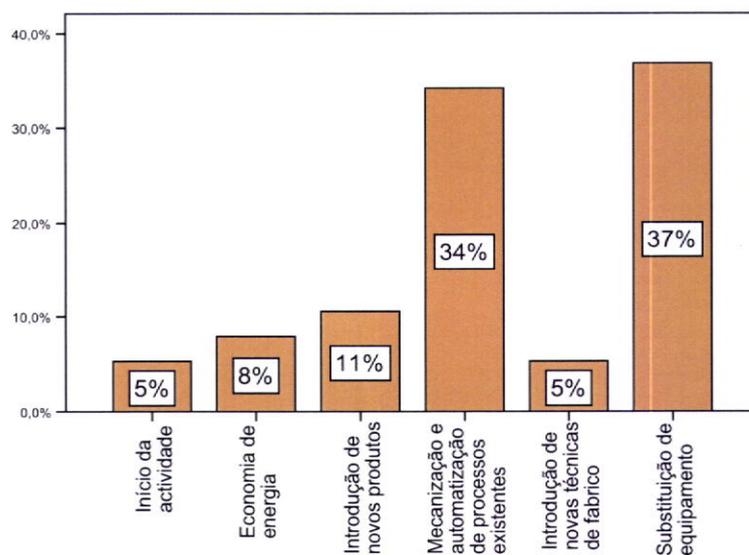
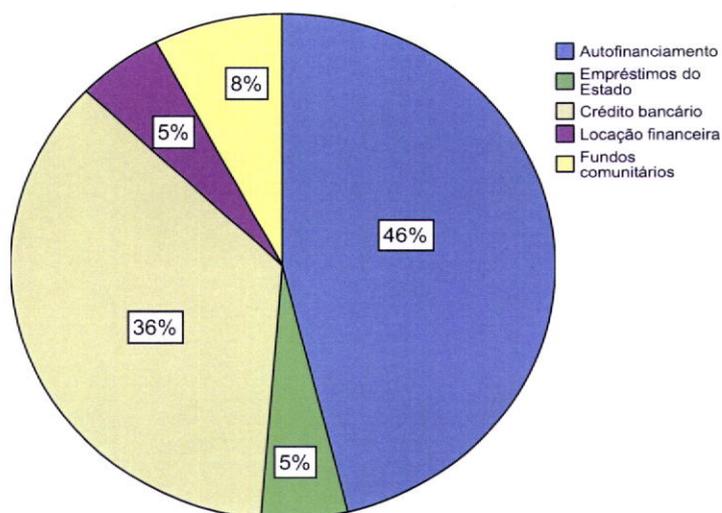


Gráfico 4.17 - Como financiou o investimento

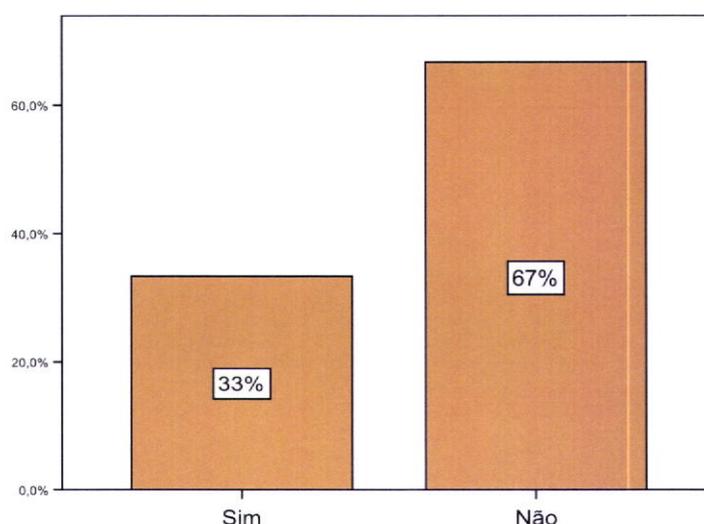


Já Romão (1998) conclui que “...A poupança pessoal, familiar e de amigos, constitui a principal fonte de financiamento na fase da lançamento (utilizada por 71% dos casos). Segue-se o recurso a bancos e instituições financeiras,...”

Também de acordo com Romão o recurso ao crédito junto dos bancos e instituições de crédito passa a ser a fonte de financiamento mais comum nos investimentos realizados após a abertura.

Uma vez que 67% dos investimentos não deu origem a novos postos de trabalho, poderemos concluir que a generalidade dos investimentos realizados ou projectados não têm outra finalidade que seja garantir a sobrevivência da empresa e respectivos postos de trabalho.

Gráfico 4.18 - O investimento criou postos de trabalho



As preocupações dos empresários relativamente a qualidade de produto/serviço, modernização de processos, etc., tem correspondência nos gráficos seguintes, pois que cerca de 67% tencionavam investir nos próximos anos, em meios que lhes permita alcançar aqueles objectivos.

Gráfico 4.19 - Pensa investir nos próximos 2 anos

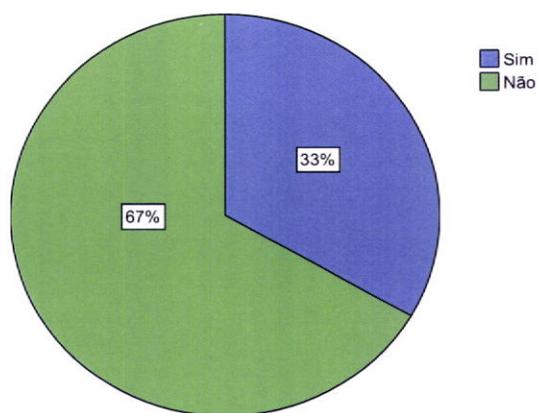
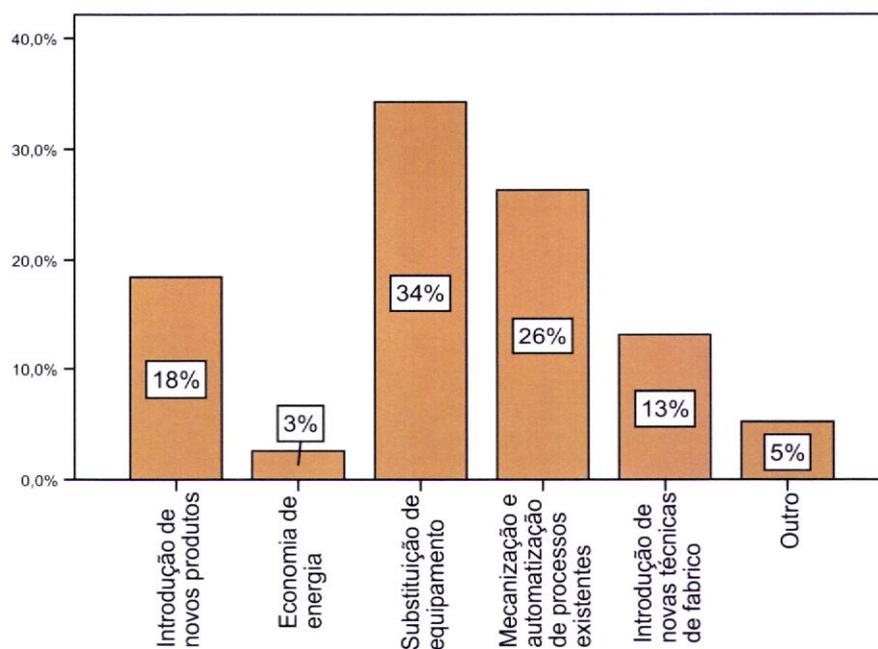
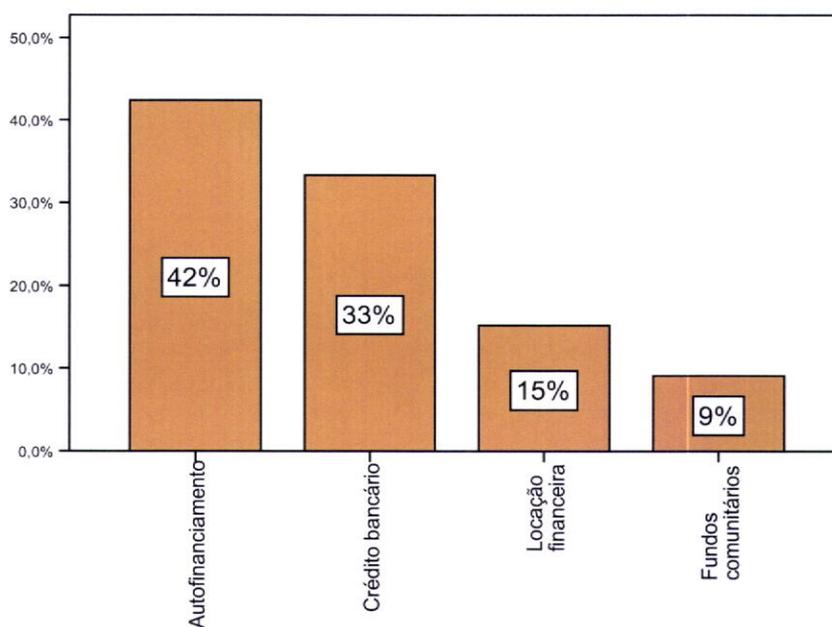


Gráfico 4.20 - Qual o Objectivo do Futuro Investimento



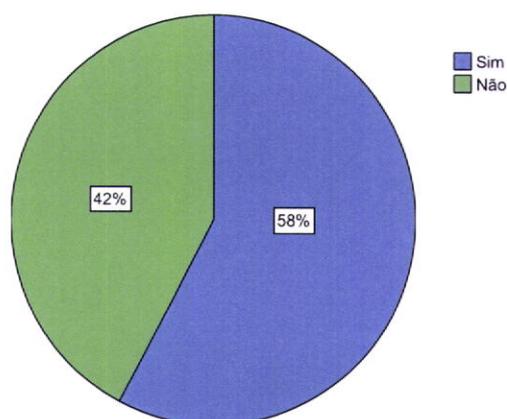
Apesar da actividade económica não registar índices de crescimento apelativos, o optimismo dos empresários parece presente com 42% a auto-financiar os investimentos que projecta realizar nos próximos dois anos.

Gráfico 4.21 - Como irá financiar esse investimento



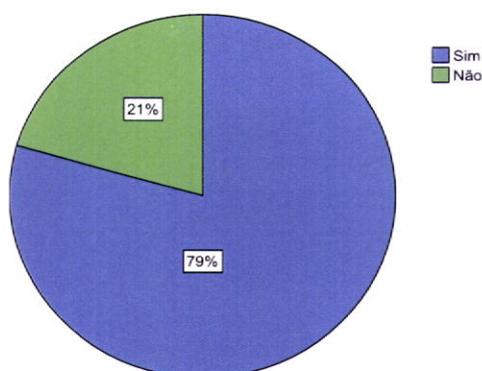
Contrariamente aos investimentos já efectuados (em que 67% não criou postos de trabalho), os previstos para curto prazo revelam maioritariamente (58%) viabilidade da sua criação. Facto que parece revelar um aumento da confiança dos empresários na evolução dos mercados.

Gráfico 4.22 - O Investimento Criará Postos de Trabalho



Apesar da confiança e do optimismo anteriormente referida, as conclusões dos quadros seguintes demonstram elevada apreensão por parte dos investidores, uma vez que cerca de 79% considera existirem factores limitativos ao investimento.

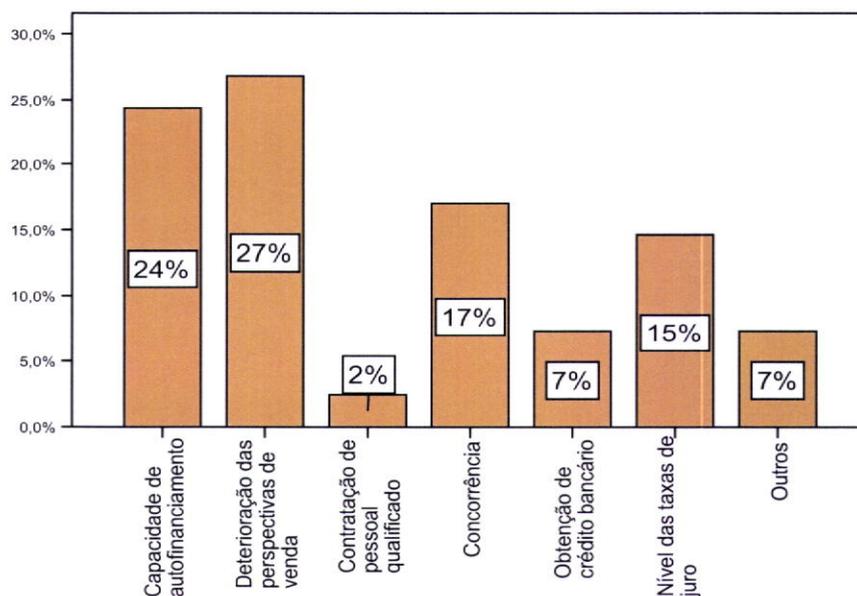
Gráfico 4.23 - Existem Factores Limitativos ao Investimento?



A capacidade de auto-financiamento e a deterioração das perspectivas de venda, respectivamente com 24% e 27%, poderão constituir os principais obstáculos ao desenvolvimento dos projectos.

De notar que, apesar das recentes subidas das taxas de juro, esse factor é apenas considerado por 15% das empresas.

Gráfico 4.24 - Quais são os factores limitativos ao Investimento

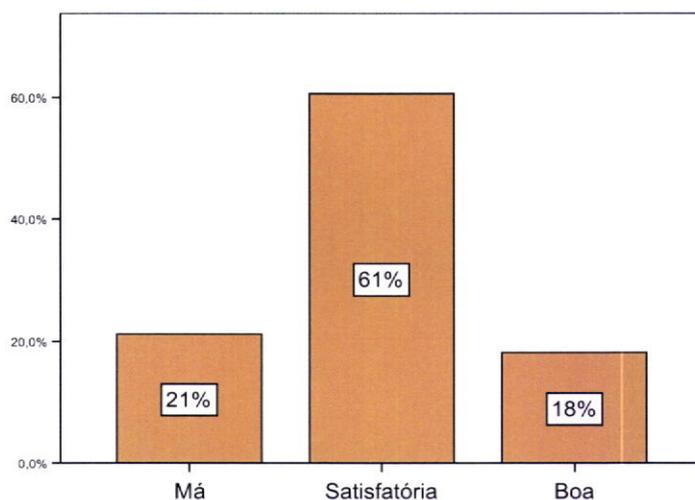


Embora o auto-financiamento fosse a fonte mais referida pelas empresas para novos investimentos, não deixa de ser curioso que a considerem como dos factores mais limitativos ao investimento e que, por outro lado, tende a agravar-se, uma vez que 21% das empresas prevê uma diminuição no seu nível de vendas e 45% das empresas prevê

estabilidade (gráfico6.25). Este sentimento poderá querer revelar que a maioria das empresas não está a libertar os fundos de acordo com as suas estimativas.

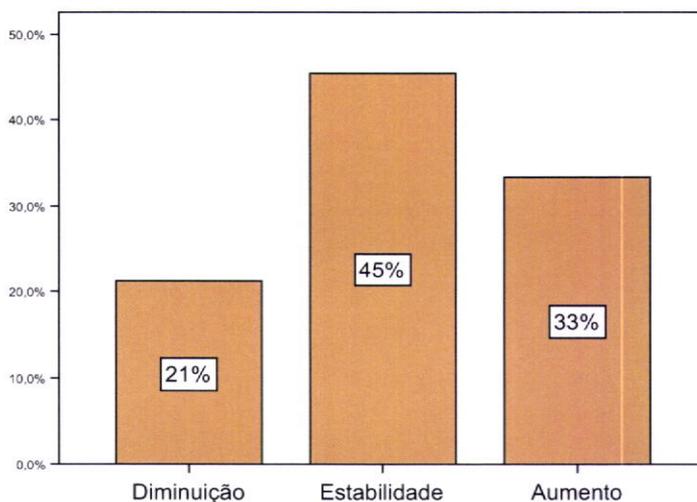
Contudo, quando questionamos sobre se têm vindo a agravar-se esses factores limitativos, a maioria dos inquiridos (95%) confirma essa tendência apesar de 61% se considerarem satisfeitos com a evolução do volume de vendas, havendo ainda quem registe uma boa situação (18%).

Gráfico 4.25 - Situação do Volume de Vendas



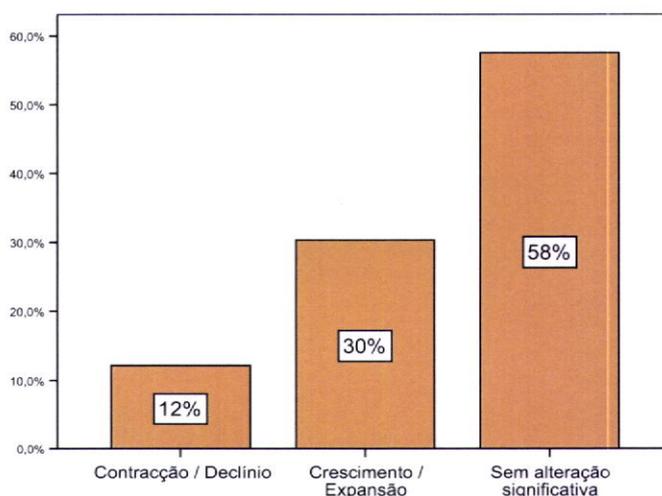
O indicadores do quadro seguinte são a confirmação da perspectiva otimista em relação às vendas, uma vez que 45% dos inquiridos considera a evolução das vendas estável e 33% regista aumento.

Gráfico 4.26 - Perspectiva Futura Em Relação ao Volume de Vendas



No gráfico seguinte verificamos que a maioria das empresas não está optimista quanto ao futuro próximo, no que respeita à evolução das vendas. De notar que, embora 33% das empresas registre crescimento nas vendas, conforme gráfico anterior, esse número baixa para 30% relativamente às estimativas para os próximos anos.

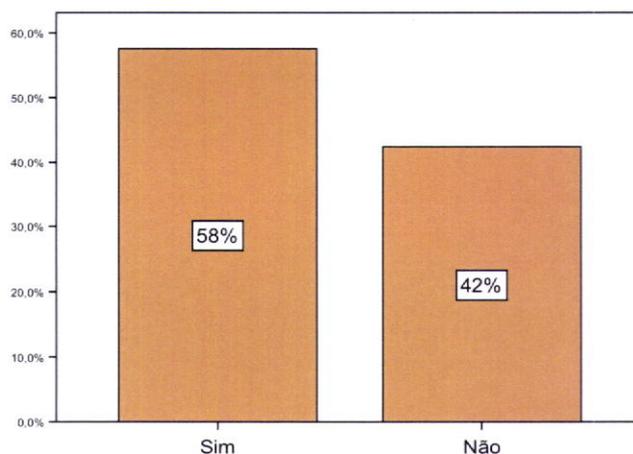
Gráfico 4.27 - Perspectiva para o negócio nos próximos 2 anos



4.4. Sobre inovação

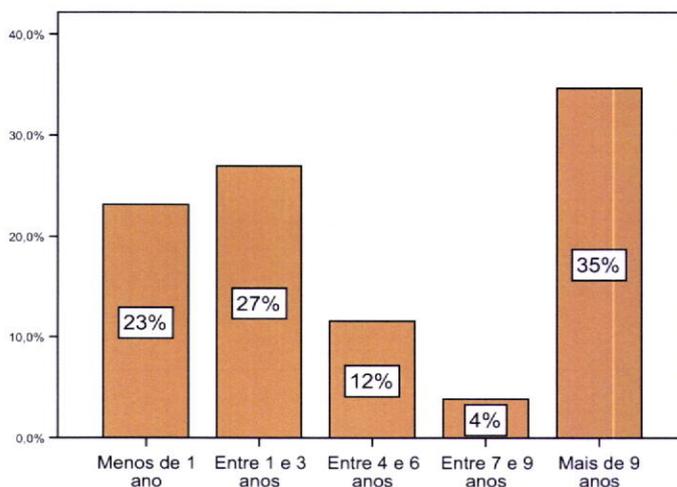
Embora não disponhamos de dados quanto à forma e porque meios foram efectuadas as melhorias declaradas, não deixa de ser significativo o número de empresas (58%) que afirmam ter registado acções de inovação no seu ramo de negócios.

Gráfico 4.28 - Inovações Introduzidas nos Últimos 5 anos, ao Nível do Produto



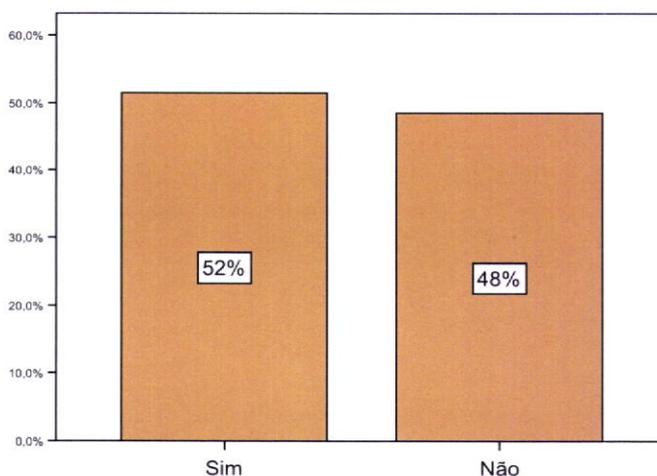
Tendo presente que, das 150 empresas que constituem a amostra, a grande maioria (143) é do sector transformador (com um leque variado de subsectores, desde as indústrias de lacticínios, carnes, às indústrias de transformação da pedra e de produtos sintéticos), naturalmente que os tempos médios de vida dos produtos/serviços seja maioritário nos limites (gráfico 4.29). De facto, até 3 anos registamos 50% (limite inferior) e com mais de 9 anos 35% (limite superior).

Gráfico 4.29 - Tempo médio de Vida do Produto/Serviço Mais Importante



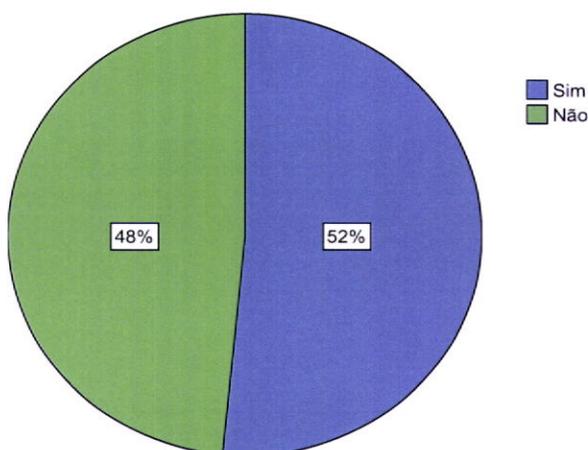
Em gráfico anterior havia-se concluído que 58% das empresas tinham introduzido produto/serviço novo, pelo que, os resultados do gráfico seguinte, por um lado, confirmam essa introdução (52%) e, por outro, que o novo produto ou serviço, resultou de novos processos ou de melhorias nos existentes.

Gráfico 4.30 - Introdução de Novo Produto/Serviço nos Últimos Cinco Anos



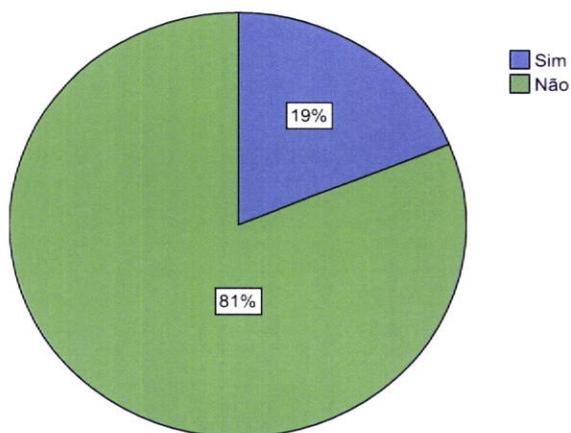
Uma vez que a quase totalidade das empresas não tem registado qualquer patente, a melhoria dos processos de produção, anteriormente referidos, é resultante de Know-How adquirido e não por I&D nas próprias empresas.

Gráfico 4.31 - Patentes Registadas Nos Últimos Cinco Anos



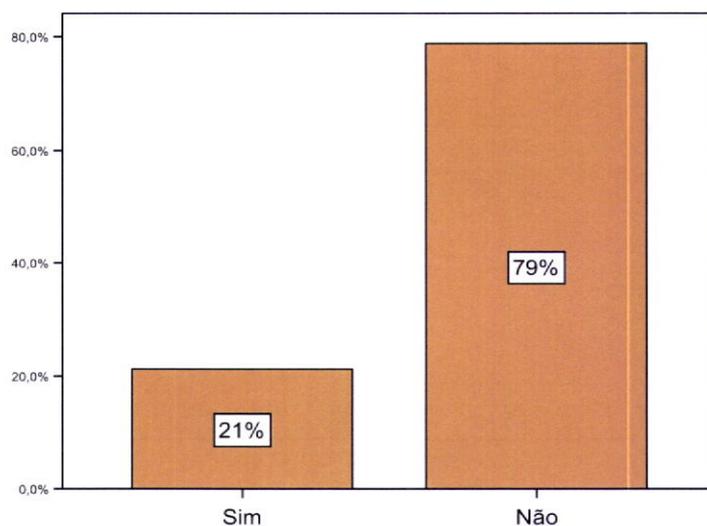
Resultados em consonância com os anteriores, isto é: sem I&D não há invenções e, por conseguinte, não há lugar a registo de patentes, conclusões que o gráfico abaixo reflecte.

Gráfico 4.32 - Invenção não Registada nos Últimos Cinco Anos



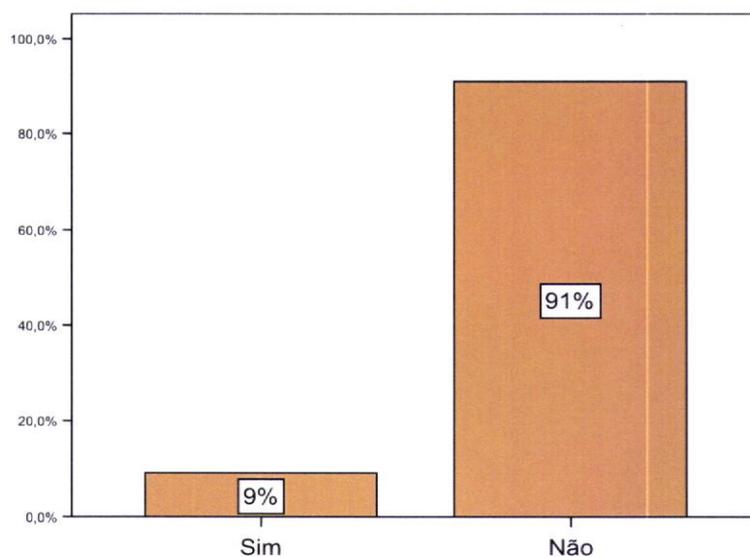
Apesar de tudo e de acordo com as respostas reflectidas, 23% das empresas declararam existir na sua estrutura departamento de I&D. Porém, o seu funcionamento será muito limitado tendo presente os resultados dos últimos 5 anos.

Gráfico 4.33 - Departamento de I&D



Os inquiridos referem (79%) maioritariamente não ter a organização departamento de I&D, contudo só 9% recorre a acções externas.

Gráfico 4.34 - I&D Desenvolvida Externamente



A questão suscitada e as conclusões obtidas relacionam-se com as anteriores, isto é: a inexistência de I&D quer interna quer externamente, o que não motiva a necessidade de investir em novos equipamentos.

Gráfico 4.35 - Aquisição de Equipamentos Ligada à Produção de Novos Produtos ou Desenvolvimento de Novos Processos

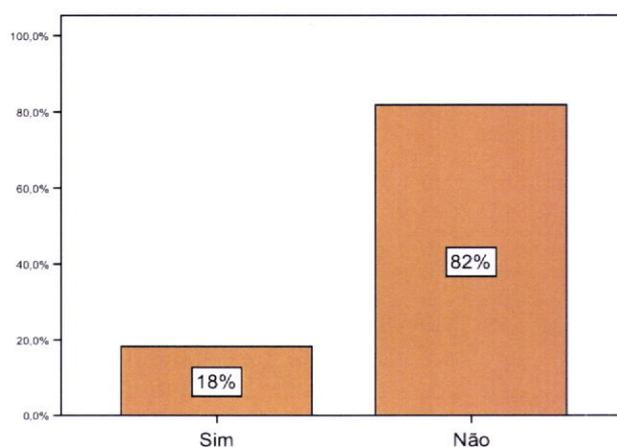
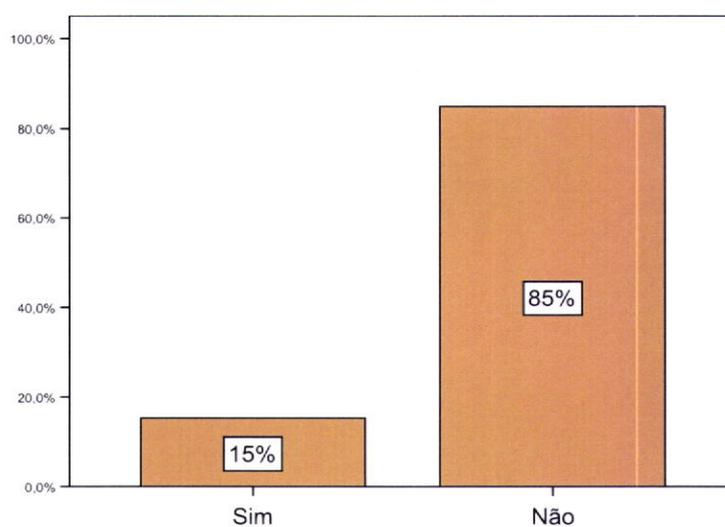


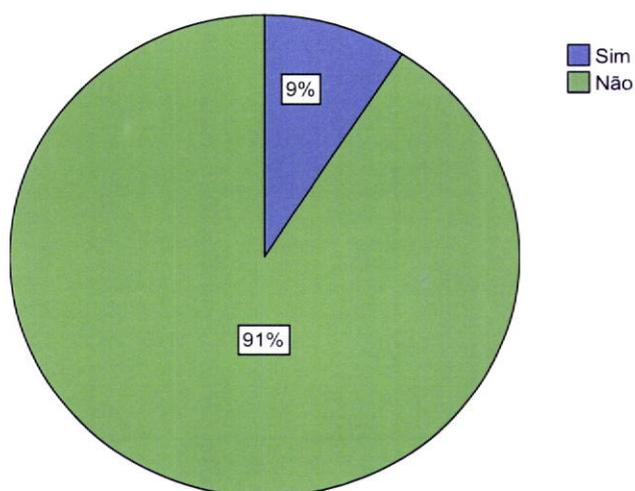
Gráfico 4.36 - Formação Especializada com Vista à Inovação



Os resultados apurados nesta questão evidenciam o conservadorismo da maioria das empresas uma vez que, a sua quase totalidade, também não investe em formação.

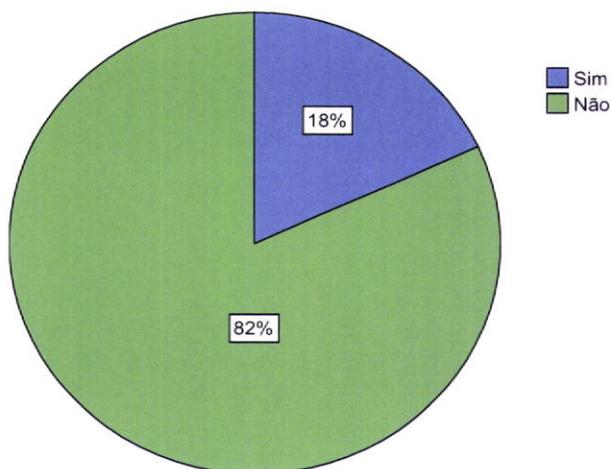
A existência de formação leva ao desenvolvimento das melhores práticas, das novas tendências e das novas necessidades. Os resultados da consulta, com 91% das empresas sem práticas empresariais inovadoras, são motivo de profunda reflexão.

Gráfico 4.37 - Práticas Empresariais Inovadoras



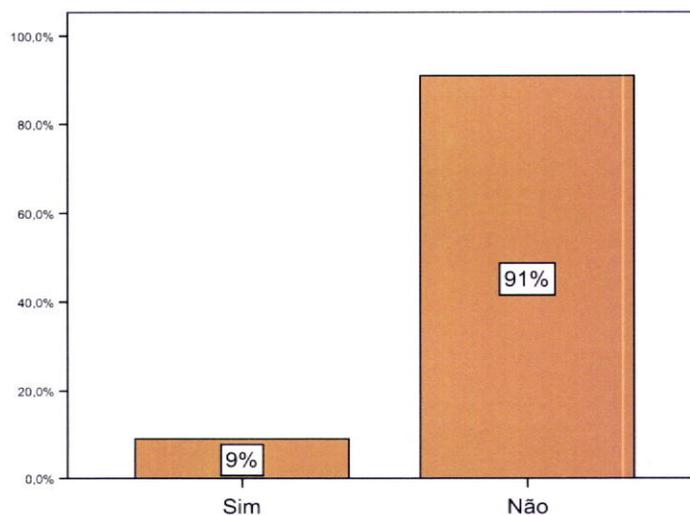
Quem não se informa não conhece, por isso e na linha das conclusões anteriores, natural será que a maioria das empresas não considere necessário o desenvolvimento de projectos (82% das respostas).

Gráfico 4.38 - Projecto Industrial Necessário para a Produção de Novos Produtos / Processos



O gráfico seguinte reforça as conclusões anteriores.

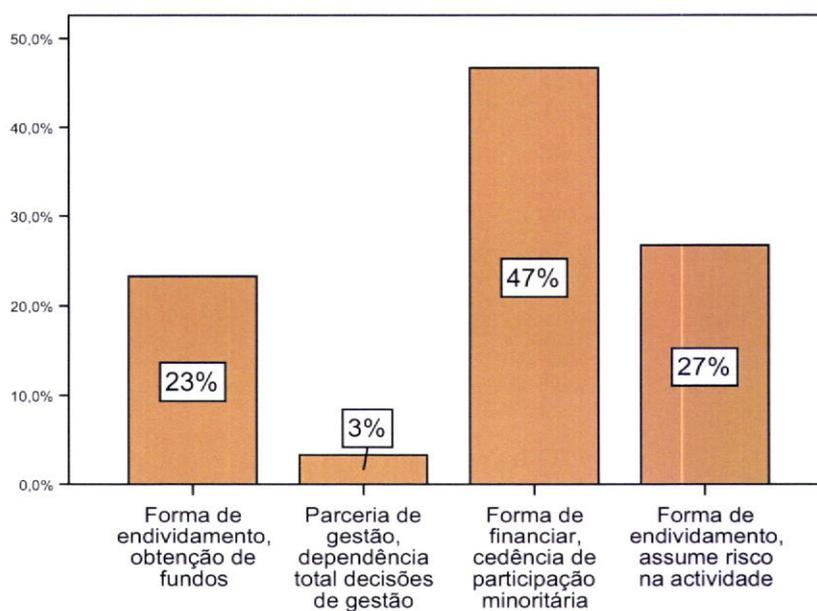
Gráfico 4.39 - Preparação da Produção e/ou Distribuição de Inovações



4.5. Sobre o Capital de Risco

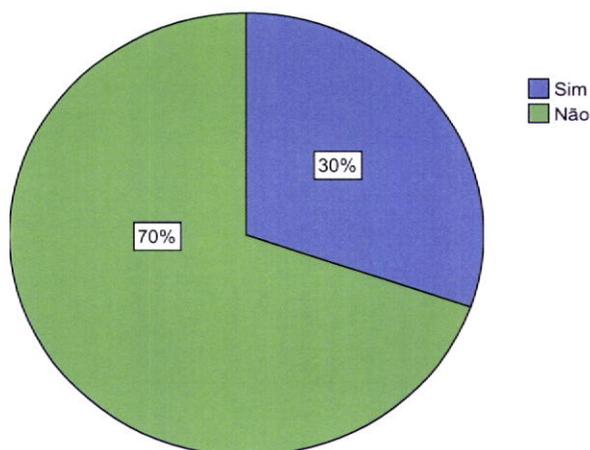
Pese embora a sentida carência de divulgação do instrumento financeiro, é de registar o número das empresas (47%) que parecem perceber o objectivo e a forma do investimento em causa.

Gráfico 4.40 - Capital de Risco Significa



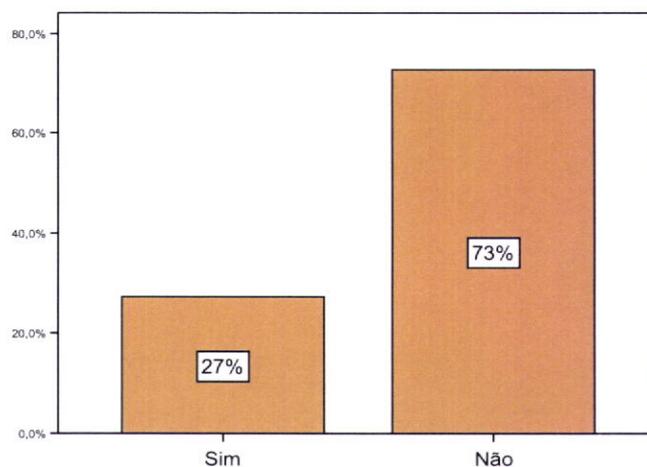
O conhecimento, com maior ou menor profundidade, da forma e suas consequências, de obtenção de fundos, poderá influenciar as empresas a não recorrer a capital de risco uma vez que 70% não manifesta interesse nas relações com as SCR, conforme se constata no gráfico.

Gráfico 4.41 - Interesse Demonstrado em Relação ao Capital de Risco



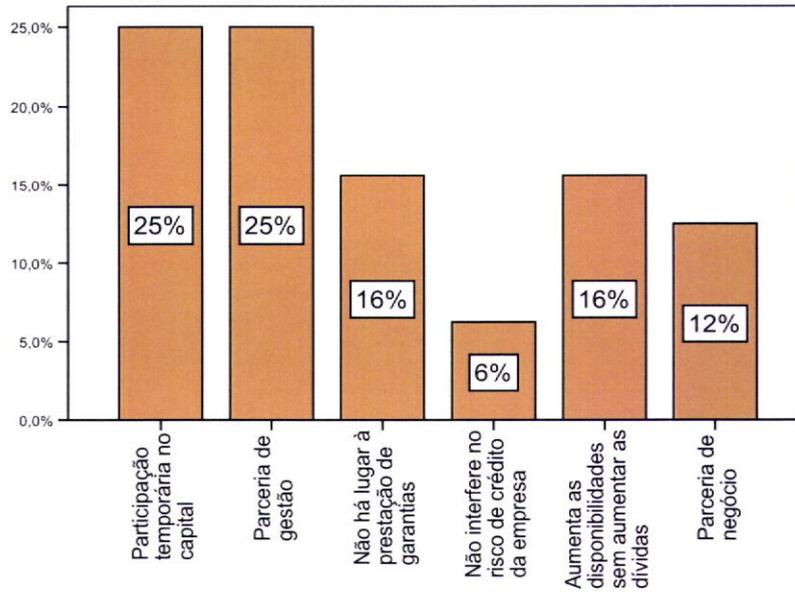
O gráfico seguinte induz que o conhecimento que parece existir será mais empírico do que resultante de contactos com as SCR (73% das empresas afirmam não ter existido).

Gráfico 4.42 - Contacto Anterior com Sociedade de Capital de Risco



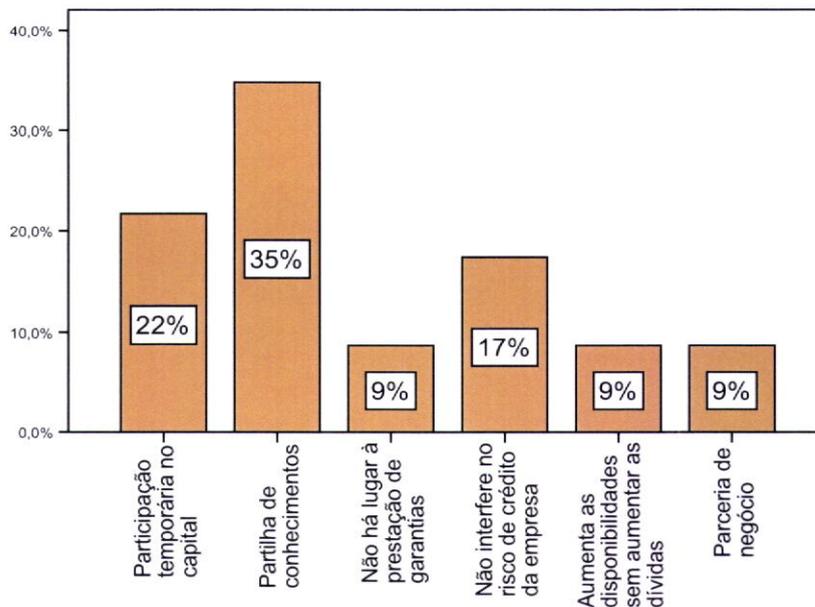
A parceria de gestão (com 25%) e a participação temporária no capital (com 25%) foram os aspectos mais interessantes numa eventual operação. Facto que poderá reflectir a necessidade de suprir carências das empresas em áreas de gestão específicas.

Gráfico 4.43 - Aspecto mais Interessante da Eventual Contratação



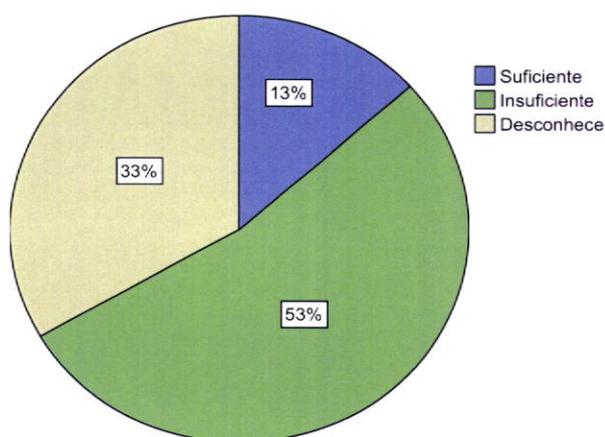
A parceria de gestão poderá conduzir á partilha de conhecimentos, situação que constitui o maior receio dum número considerável de empresas (35%).

Gráfico 4.44 - Aspecto menos Interessante da Eventual Contratação



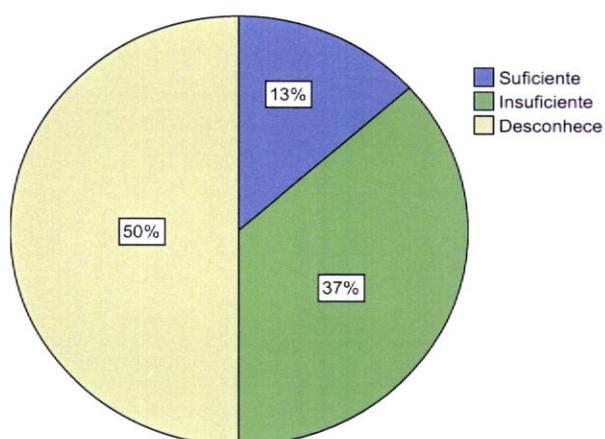
No gráfico seguinte encontramos a explicação para conclusões anteriores, quanto ao conhecimento sobre operações de Capital de Risco, pois cerca de 86% das empresas desconhece ou considera insuficiente a actuação das SCR.

Gráfico 4.45 - Divulgação da Actuação das Sociedades de Capital de Risco



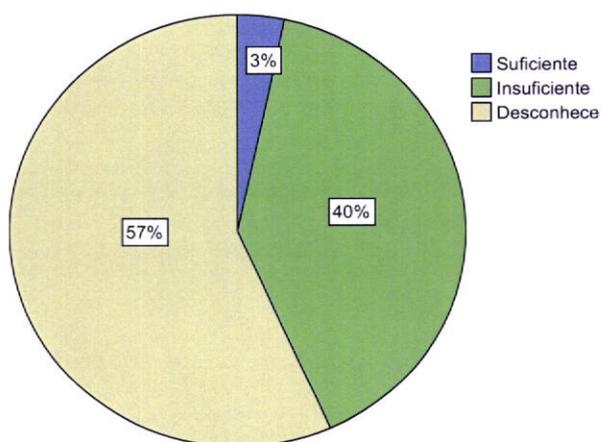
A questão seguinte confirma a conclusão anterior. O nível de respostas é semelhante.

Gráfico 4.46 - Abrangência de Actuação das SCR



Em conclusão, poderemos afirmar que nem as SCR promovem o seu negócio junto das empresas, nem estas são motivadas para o seu contacto. De facto, apenas 3% das empresas terão facilidade de acesso às SCR.

Gráfico 4.47 - É Fácil e Generalizado o Acesso a SCR



5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E ORIENTAÇÕES PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS

Foram apresentados inúmeros contributos de diversos autores no desenrolar do presente trabalho, contudo as conclusões objecto da investigação são características de um tecido empresarial debilitado ao nível financeiro, típico da realidade Portuguesa.

Dos 150 questionários enviados a igual número de empresas, apenas 40 se disponibilizaram a fornecer informações completas sobre a sua actividade, com a circunstância de 6 empresas se encontrarem em processo de encerramento, tendo-se optado pela sua exclusão e reduzindo assim o universo da análise para apenas 34 empresas.

Como conclusão final, podemos referir que o capital de risco não é apontado como uma forma de financiamento (70% manifestaram não possuir qualquer interesse) e que as suas preferências, para financiar investimentos futuros, em termos de estrutura de capital vão para o autofinanciamento (42%) e para o crédito bancário (33%), tendência já anteriormente verificada.

Das empresas inquiridas cerca de 87% revelaram que o seu Capital Social se encontrava repartido por menos de 10 sócios.

Tendo como ponto de partida o ano da primeira encomenda, concluímos que:

- 63% das empresas iniciaram a sua actividade depois de 1974 (ano de alteração de regime político);

- 11% das empresas foram constituídas antes de 1950.

De acordo com o volume de negócio declarado, a quase totalidade das empresas engloba-se no conceito de PME, com especial incidência das micro-empresas.

Reflectindo a sua reduzida dimensão realce-se o facto de 65% das empresas terem registado em 2005, resultados líquidos antes de impostos inferiores a 50.000 euros. Àquela percentagem acresce ainda cerca de 15% que registaram resultados negativos.

O capital social de 52% das empresas (< 25.000€) reflecte a sua reduzida dimensão. Factor que, aliado à insuficiente geração de fundos, obsta ao desenvolvimento das empresas.

Os contratos de trabalho a prazo assumem, nesta zona do Alentejo, particular destaque na medida em que cerca de 50% das empresas admitiram recorrer a trabalhadores ocasionais.

A precariedade de emprego é ainda mais preocupante se tivermos em conta que cerca de 25% das empresas registam nos seus quadros de pessoal, 40 ou mais trabalhadores em regime de tempo parcial.

Os empresários têm em média 47 anos, justificando destaque que cerca de 23% têm mais de 60 anos, mas, também, que 26% têm menos de 30 anos.

A instalação das empresas têm sido maioritariamente em zonas rurais (53%) em detrimento dos centros urbanos (47%).

Realidade que poderá ser consequência de diversos factores, nomeadamente:

- custos de instalação;
- política das Autarquias na matéria de quesitos obrigatórios (sectores de actividade, prazos, projectos, etc.);
- dificuldades de acesso ao crédito nas zonas industriais em regra não há cedência definitiva dos terrenos).

Contudo, embora a instalação em zonas rurais possa exigir menores custos, não é despreciando as desvantagens que daí possam resultar, particularmente:

- a construção não respeita, por vezes, as normas instituídas quanto a questões de higiene, nomeadamente ambientais e de segurança;
- o acesso a fundos de apoio, especialmente comunitários, torna-se mais difícil por inobservância de condições de laboração.

Embora 47% dos inquiridos tenham declarado possuir cursos superiores, este dado não parece fiável uma vez que, em questão sobre área de formação, 61% responderam não possuírem formação específica.

A qualidade do produto/serviço é a maior preocupação das empresas (57%), considerando-a como o seu ponto forte.

Porém, a assistência pós-venda, a inovação e o uso de novas tecnologias, respectivamente com 3%, 12% e 18%, são considerados os pontos fracos das empresas.

Factores que, a médio/longo prazo, não deixarão de se reflectir no factor que consideram o seu ponto forte.

Também a competência em termos de custos é considerada, para 18% das empresas, um dos seus pontos fracos. Reconhecimento que poderá indiciar a escassez de quadros intermédios com formação adequada.

Respondendo à questão dos investimentos realizados nos últimos 5 anos, cerca de 74% das empresas informaram ter procedido à modernização dos processos de fabrico através de novos equipamentos e novas técnicas.

O autofinanciamento terá sido a fonte preferida para capitais investidos (46%).

Ponto fraco de 29% a solidez financeira da empresa que lhe dificultará o acesso a outras fontes de financiamento, em particular bancárias.

Uma vez que 67% dos investimentos não deu origem a postos de trabalho, poderemos concluir que a generalidade dos investimentos realizados tiveram por finalidade garantir a renovação da empresa em termos de mecanização e automatização(34%) dos processos substituição de equipamento (37%).

Demonstrando algum optimismo e dinamismo empresarial, é sintomático que 33% das empresas declare intenções de investir nos próximos 2 anos.

Essa intenção de investimento continuará a incidir prioritariamente na aquisição de equipamentos (34%), na automatização de processos (26%) e na introdução de novos processos de fabrico (13%).

Também as fontes de financiamento continuarão com a mesma origem, sendo 42% por auto financiamento e 33% por crédito bancário.

Pese embora o conhecimento de disponibilização de fundos comunitários no período de 2007-2013, destaque-se o facto de apenas 9% das empresas admitir recorrer a esses capitais/benefícios.

Contrariando a estratégia dos investimentos realizados nos últimos 5 anos, em que 67% não deu origem a novos postos de trabalho, os previstos para os próximos 2 anos admitem criação de emprego por parte de 58% das empresas.

Apesar da maioria das empresas pretender recorrer a autofinanciamento para os seus investimentos, não deixa de ser significativo que esse factor seja considerado dos mais limitativos (24%) e que tende a agravar-se (95%).

Os recentes aumentos das taxas de juro, não constituem factor limitativo aos investimentos pois que assim o consideram apenas 15% das empresas.

Apesar dos indicadores da economia revelarem um crescimento sustentado (evolução positiva desde o principio do ano, sendo actualmente de 1%, o sentimento de estagnação e de aumento do volume de vendas é quase semelhante, respectivamente com 45% e 33% das estimativas das empresas.

Nos últimos 5 anos, foram introduzidos novos produtos e processos de fabrico (52%). Contudo, a quase totalidade das empresas (81%) não registou qualquer patente ou invenção, apesar de 21% declararem possuir responsável por I&D.

Para além, de 79% das empresas declararem não ter na sua estrutura departamento de I&D, é ainda relevante que 91% não desenvolvam acções de formação para o desenvolvimento ou introdução de inovações.

Questionadas sobre o significado de capital de risco, não deixa de surpreender que 47% tenha assinalado a resposta mais adequada.

O conhecimento, com maior ou menor profundidade, da forma e consequências inerentes a uma operação de capital de risco, conduz a que a maioria das empresas (70%) não considere interessante essa alternativa de obtenção de fundos

Esse sentimento é consequência da maioria das empresas (73%) nunca ter sido contactada pela SCR, pelo que o seu conhecimento sobre as operações em causa será rudimentar.

De qualquer forma , numa operação de capital de risco a parceria de gestão mereceria a preferência de 25% das empresas. Forma de eventualmente suprir carências de gestão financeira, de marketing e de recursos humanos.

Acresce que também a divulgação da actividade das SCR é manifestamente insuficiente (53%) ou mesmo desconhecida (33%). Factor que contribuirá significativamente para que a maioria das empresas desconheça a forma de aceder às SCR.

O método de selecção da amostra de investigação originou as seguintes limitações:

- Diminuto controlo por parte do investigador na selecção das empresas da amostra de “enquadramento”, ou seja, da amostra a partir da qual se seleccionaram as empresas para envio dos inquéritos;

- Verificou-se uma sobre representação de micro-empresas e uma sub representação de pequenas e médias empresas.

Além destas limitações, o número de PME que compõe a amostra final não é suficientemente representativo, impondo limitações à extrapolação dos resultados em termos genéricos.

Além disso, verifica-se que a própria composição da amostra final apresenta características próprias que colocaram limitações à investigação. Uma destas características assenta na ausência quase genérica de PME que recorreram ao capital de risco ou que tiveram contacto com SCR.

Uma outra limitação da presente investigação, prende-se com a natureza dos dados obtidos acerca da estrutura financeira das PME que não sendo perfeitamente quantificáveis, impediu a caracterização da estrutura de capital das empresas, em termos quantitativos exactos. As PME formam um grupo heterogéneo de empresas, por isso é difícil caracterizá-las de uma forma genérica, no que respeita à utilização de fontes de capital e à sua estrutura financeira.

Neste contexto, as PME com maiores taxas de crescimento experimentam maiores necessidades de capital, pelo que deveria ser investigado o tipo de fontes de capital a que recorrem e ainda, o seu relacionamento com a composição da estrutura de capital. Nesta linha de investigação, deveria ser feita a distinção entre as PME com e sem recurso a fontes de capital próprio externas, visando a comparação da sua estrutura financeira e dos seus níveis de desempenho.

Uma outra linha de investigação futura reside no estudo de PME com uma estrutura financeira desequilibrada, provocada pelo sobre endividamento de curto prazo. Esse estudo deveria apurar se, entre os factores determinantes do desequilíbrio da estrutura de capital, assumem maior relevância as dificuldades no acesso a fontes de capital externas ou se as variáveis intrínsecas das PME, nomeadamente uma gestão financeira deficiente e ainda, a tentativa dos empresários portugueses evitarem o recurso a fontes de capital externas. Seria igualmente importante uma análise qualitativa baseada no estudo de casos de empresas, visando um aprofundamento das suas variáveis relacionadas com a empresa, assim como com os seus empresários e/ou gestores, para

melhor entendimento da tomada de decisões de estrutura de capital das PME. Outra linha de investigação a realizar no futuro deverá concentrar-se, à escala nacional, nos factores determinantes da escolha de operações via Capital de Risco.

Espera-se, com este trabalho, ter fornecido informação susceptível de aproveitamento por parte de outros projectos ou iniciativas, que complementarmente possam contribuir para a realização de objectivos estratégicos na evolução positiva do sector, numa óptica alargada de integração no contexto do desenvolvimento regional.

Referências Bibliográficas

Aboody, D e Lev, B, (2000), Information asymmetry, R&D, and insider gains, *Journal of Finance* , 55(6), pp. 2747–2766.

Allen, M.T. (1995), Capital Structure Determinants in Real State Limited Partnerships, *The Financial Review*, Vol. 30 (3) (August) , pp. 399-426.

Alonso, E. J. M. (2000), Debt Financing and Diversification Strategy: Some Evidence from Spanish Manufacturing Firms, Working Paper; Department of Business Administration (University of Oviedo).

Ang, J. S. (1991), Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, nº 1, pp.1-13.

Ang, J. S. (1992), On The Theory of Finance for Privately Held Firms, *Journal of Small Business Finance*, 1 (3), pp. 185 – 20.

APCR (2001), Avaliação do Impacto Económico do Capital de Risco, APCRI e SBI, S.A..

Apilado, V. P. e Millington, J. K., (1992), Restrictive loan covenants and risk adjustment in small business lending, *Journal of Small Business Management*, Vol.30, Nº. 1, pp. 38-48.

Arias, C., Martinez, A., Gracia, J. (2000), Enfoques Emergentes en Torno a la Estructura de Capital: El Caso de la Pyme.

Arrow, K. (1962), Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention in National Bureau of Economic Research, *The Rate Allocation of Activity*, Princeton University Press, pp. 40.

Auken, V., Howard E. e Carter, R.B. (1989), Acquisition of capital by small business, *Journal of Small Business Management*, April, pp. 1-9.

Baden-Fuller, C. and M.Pitt (1996), *Strategic Innovation*, Routledge, London.

Balakrishnan, S., Fox, I. (1993), Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure, Strategic Management Journal , Vol. 14, N.º 1, pp. 3-16.

Banco de Portugal (2006), Central de balanços - Quadro de Situação Sectorial: exercícios de 1999 a 2003, Versão Windows XP.

Baptista, A. (1985), As Novas Iniciativas Empresariais no Alentejo, Congresso Sobre o Alentejo, Évora.

Barnea, A.R., Haugen, H., Senbet, L. W. (1981), An Empirical Equilibrium Analysis of Debt Financing Under Costly Tax Arbitrage and Agency Problems, Journal of Finance (June), pp. 569-581.

Barton, S.L., Gordon, P.J. (1988), Corporate Strategy and Capital Structure, Strategic Management Journal, Vol. 9, N.º 6, pp. 623-632.

Baskin, J. (1989), An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, Financial Management (Spring), pp. 26-35.

Bastardo, C. e Gomes, A. R. (1996) – O Financiamento e as Aplicações Financeiras das Empresas, 5ª edição, Lisboa, Texto Editora.

Benchmark Paper – An EVCA Tax and Legal Paper – Maio de 2004.

Bertonéche, M. e Vickery, L. (1987), Le Capital Risque – Que Sais Je?, Paris Press Universitaires de France.

Bates, T. (1990), Entrepreneur, Human capital inputs and small business longevity, Review of Economics and Statistics, November, pp. 551-559.

Baxter, N (1967), Leverage, Risk of Ruin, and the Cost of Capital, The Journal of Finance, Vol. 2, pp.395-404.

Belletante, B. e Levratto, N. (1995), Finance et PME: quels champs pour quels enjeux?, Revue Internationale P.M.E., Vol. 8, N.º. 3-4, pp. 5-41.

Bentes, S.M.R. (1997), O Capital de Risco Em Portugal – Uma Actividade Emergente, Dissertação de Mestrado, INDEG/ISCTE.

Berger, A.N. e Udell, G.F. (1998), The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, Working Paper, The Federal Reserve Board, Finance and Economics Series, <http://www.federalreserve.gov/feds/1999,17/01/2006>.

Bernake, B. (1990), Is There Too Much Corporate Debt, Business Review, Set-Out.

Bertonéche, Marc e Vickery, Lister (1987), Le Capital Risque – Que Sais Je?, Paris, Press Universitaires de France.

Bessis, J. (1998), Capital-Risque et Financement des Entreprises, Collection Gestion, Paris, Ed.Economica.

Binks, M.R., Ennew, M.R. Reed, G.V. (1990), Small Business and Their Banks, Forum of Private Business, Cheshire.

Boedo, L. Calvo, A.R. (1997), Un modelo de síntesis de los factores que Determinan la Estructura de Capital Óptima de las Pymes, Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, Vol. 6, N.º 1, pp.107-124.

Bowen, R., Daley, L., Huber, C. (1982), Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Difference in Leverage, Financial Management (Winter), pp. 10-20.

Booth, L. Aivazian, V., Demirguc-Kunt, e A., Maksimovic, V. (2001), Capital Structures in Developing Countries, The Journal of Finance, Vol. LVI, N.º 1, February.

Booz, Allen e Hamilton (1982), New Products Management for the 1980s, New York.

Bhattacharya, S. (1988), Corporate finance and the legacy of Miller and Modigliani, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, N.º 4, pp. 135-145.

Bradley, M., Jarrel, G.A., Kim, E. (1984), On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, The Journal of Finance, Vol. 39, N.º 3, July 1984; pp. 857-880.

Brandão, Elísio (2003) – Finanças, 3ª edição, Porto, Porto Editora.

Brander, J., Lewis, T. (1986), Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect , American Economic Review, 76.

Brealey, Richard A. e Myers, Stewart C. (1998), Princípios de Finanças Empresariais, McGraw-Hill, Quinta edição, Portugal.

Brennan, M., Kraus, A. (1987), Efficient Financing Under Asymmetric Information , Journal of Finance, Vol. 42, pp. 1225-1243.

Brennan, M.J. (1995), Corporate finance over the past 25 years, Financial Management, Vol. 24, Nº. 2, pp. 9-21.

Brigham, Eugene F. (1992), Fundamentals of Financial Management, Dryden Press, Sixth edition, E.U.A.

Brigham, E., Gapenski, I. e Daves, P. (1994), International Financial Management, McGraw-Hill.

Brooke, P. (1985), Venture Capital in the States and Abroad, Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa pp.49-51.

Bruno, A. V. e Tyebjee, T. (1985), The entrepreneurs search for capital, Journal of Business Venturing, Vol. 1, pp. 61-74.

Bygrave, W.D. (1989), Early rates of return of 131 venture capital funds started 1978–1984, Journal of Business Venturing, 4 (1989), pp. 93–105.

Bygrave, W.D. e Timmons, J.A. (1992), Venture Capital at the Crossroads, Harvard Business School Press, Boston, pp.342.

Bygrave, W. D. e Hofer, C. W. (1992), Researching entrepreneurship, Entrepreneurship Theory & Practice, Vol. 16, Nº. 3, pp. 91-100.

Calomiris, C., Hubbard, R. G. (1990), Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing, *The Economic Journal* 100 (399), pp. 90-104.

Campsey, B. J. e Brigham, E.F. (1991), *Introduction to Financial Management*, (ed.) Dryden Press, E.U.A., Third edition.

Caraça, J. (1993), *Do Saber ao Fazer: porquê organizar a Ciência*, Gradiva, Lisboa.

Casas Novas, J. (1999), *Motivação Empresarial no Alentejo (Portugal) e na Extremadura (Espanha)*, Dissertação de Mestrado, Universidade De Évora.

Castanias, R. (1983), Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure, *Journal of Finance*, 38 (December), pp. 1617-1635.

Cavalluzzo, K. Cavalluzzo, L. e Wolken, J. (1999), Competition, small business financing, and discrimination: evidence from a new survey, Working Paper, The Federal Reserve Board, Finance and Economics Series, [http:// www.federalreserve.gov/feds/1999,17/01/2006](http://www.federalreserve.gov/feds/1999,17/01/2006).

Capital de Risco – Desenvolvimento da Actividade em Portugal – Centro de Estudos Aplicados da Universidade Católica Portuguesa.

Clercq, D. e Sapienza, H. (2006), Effects of relational capital and commitment on venture capitalists' perception of portfolio company performance, *Journal os Business Venturing*, Vol.21, pp.326-347.

Chittenden, F., Hall, G. e Hutchinson, P. (1996), Small firm growth, access to capital markets and financial structure: a review of issues and an empirical investigation, *Small Business Economics*, Vol. 8, pp. 59-67.

Cleiftie Ch, e Persitz D., (1981) Venture Capital: le modele américain et la réalité française, *Analyse Financière*, 2º trim, pág.41-45.

Colot, V. e Michel, P.A. (1994), "Towards a financial theory adapted to SMEs- Reflection on an emerging science", Working Paper 8th. Nordic Conference on Small Business Research, Halmstad University, Sweden, 13-15 June.

Constatinides, G.M. e Grundy, B. (1989), Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals, *The Review of Financial Studies*, Vol. 2; pp. 445-466

Contreras, M.(11-07-92), Um Risco Calculado, *Expresso*.

Cooke, P., e K. Morgan (1997), *The Associational Economy: Firms, regions and innovation*, Oxford, Oxford University Press.

Copeland, T. e Weston, J. (1992), *Financial Theory and Corporate Policy*; Addison-Wesley Publishing Company Inc., 3.^a Ed.

Cortês, S. (1999), *Capital de Risco – Desenvolvimento da Actividade em Portugal*, Centro de Estudos Aplicados – Universidade Católica Portuguesa.

Costand, R. L., Osteryoung, J. S. e Nast, D. A. (1991), Asset-Based Financing and the Determinants of Capital Structure in the Small Firm, *Advances in Small Business Finance, Financial and Monetary Policy Studies*, Vol. 21, pp. 29-45.

Costa, C. B. (1998) *Auditoria Financeira – Teoria e Prática*, 6^a edição, Lisboa, Rei dos Livros, pp. 559.

Costa, M. G. (1995), O Capital de Risco em Portugal: Breves Reflexões sobre a sua Experiência nas PME's, *Revista Portuguesa de Gestão*, N^o1, pp.15-19.

Cova, A.V. (1991), *As Potencialidades de Capital de Risco*, Cadernos de Economia.

De Angelo, H., Masulis, R. (1980), Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics* 8; pp. 3-29

De Brito, N. (1992), Capital De Risco Fomenta Desenvolvimento Empresarial, *Revista das Empresas*, n^o 2.

Devlin, Godfrey e Bleackley, Mark (1988), Strategic alliances:guidelines for sucess, *Long Range Planning*, Vol.21, N^o.5,pp.18-23.

Diamond, D. (1989), Reputation Acquisition in Debt Markets, *Journal of Political Economy*, N.º 97, pp. 828-862.

Diamond, D.W. (1991), Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt, *Journal of Political Economy*, Vol. 99, pp. 689-721.

Dobbins, R. e Pike, R. (1986), *Investment Decisions and Financial Strategy*, (ed.) Philip Allan Publishers Limited, Oxford, Inglaterra.

Donaldson, G. (1961), *Corporate Debt Capacity : A Study of Corporate Debt Policy and the Determinants of Corporate Debt Capacity*, Boston Harvard Graduate School of Business Administration.

Durand, D. (1952), *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*, National Bureau of Economic Research.

Durand, D. (1959), The cost of capital in an imperfect market: a reply to Modigliani and Miller, *American Economic Review*, Vol. 49, Nº. 4, pp. 646-655.

Dussauge, P. e Ramanantsoa, B. (1987), *Technologie et Stratégie d'Entreprise*, Paris, McGraw-Hill.

Drucker, P., (1985), *Innovation and Entrepreneurship*, New York, Harper & Row.

Drucker, P., (1998), The Discipline of Innovation, *Harvard Business Review*, pág.149-157.

Emery, D. R., Finnerty, J. D. (1997), *Corporate Financial Management*, Prentice Hall Inc.

Esperança, J., (1995), Rentabilidade, Liquidez e Financiamento das PME, *Revista Portuguesa da Gestão*, I/95, pp.47-55.

Esperança, J., Bentes, S. e Simões, C., (1999), Re-birth of Portuguese venture capital industry, Supporting the Development of SMEs – Best practice & Innovation in Financing, 29th European Small Business Seminar, IAPMEI, Cascais, Portugal.

Estudos do Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministérios da Economia e Inovação sobre: Inovação (Janeiro de 2005).

Estudos do Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministérios da Economia e Inovação sobre: Empreendedorismo (Março de 2005).

EVCA - European Venture Capital Association (1992), *Venture Capital in Europe*, EVCA Yearbook, pp.12.

EVCA - European Venture Capital Association (1998), *Better exits – results of a survey of the venture capital exit market and guidance on how venture capitalists can improve exit performance*, <http://www.evca.com>, 20/11/98.

EVCA - European Venture Capital Association (2004), *Benchmarking European Tax and Legal Environments- Indicators of Tax & Legal Environments Favouring the Development of Private Equity an Venture Capital and Enterpreneurship in Europe*, EVCA,.

EVCA- European Venture Capital Association (2004), *EVCA Final Activity Figures for 2004*, realizado pela THOMSON e Price Waterhouse Coopers.

Fama, E. (1990), *Contract Cost And Financing Decisions*, *Journal of Business* (January), pp. 571-591.

Fama, E., French, K. (2000), *Taxes, Financing Decisions and Firm Value*, *Journal of Finance*, Vol. 53, N.º 3; pp. 819-843.

Fama, E., Miller, M. (1972), *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston.

Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. e Petersen, B.C. (1988), "Financing constraints and corporate investment" *Brooking Papers on Economic Activity*, N.º. 1, pp. 141-145.

Feeney, L. S. e Riding, A.L. (1998), "Business owners fundamental trade-off: finance and the vicious circle of growth and control", *Conference Proceedings, International Council of Small Business*, Singapore, www.sbaer.uca.edu/docs/98icsb/n017.htm.

Fernandes, M.C. (1992), *Capital de Risco – Um Produto que Importa Conhecer*, *Competir*, N.º1, Janeiro, pp.55-67..

Ferreira, D. V. (1990) – *Sociedades de Factoring Sociedades de Capital de Risco*, Lisboa, *Rei dos Livros*, p.55.

Ferreira, R.P.S. (2004), O impacto da participação do capital de risco na rentabilidade das empresas, Working Paper, Departamento de Economia e Gestão Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias.

Ferri, M G., Jones, W. H. (1979), Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, *Journal of Finance*, 34 (3) (June), pp. 631-44.

Frank, M., Goyal, V. (2000), Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, UMI.

Freire, A. (2002) – *Estratégia*, Edições Verbo, Lisboa.

Fried, V.H. e Hisrich, R.D. (1994), Toward a model of venture capital investment decision making, *Financial Management*, Vol. 23, Nº. 3, pp. 28-40.

Fried, V.H. e Hisrich, R.D.(1995), The Venture Capitalist: A Relationship Investor, *California Management Review*, Vol.37, Nº 2, pp.102-108

Friend, I., Lang, L. (1988), An Empirical Test of the Impact of managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, 43 (2), pp. 271-281.

Gama, A. P. (1999), Os Determinantes da Estrutura de Capital das PMEs. A Realidade Portuguesa, Tese de Dissertação de Mestrado, Universidade da Beira Interior.

Gama, Ana Paula Bernardino Matias, Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas", *Moderna Finança*, Associação da Bolsa de Derivados do Porto, 2000.

Galego, M.A.M. (1988), Contribuição para a Análise da Situação e Potencialidades da Indústria no Alentejo, Comissão de Coordenação do Alentejo, Évora.

Garrette, B. e Dussauge, P. (1995), *Les Stratégies d'Alliance*, Les Éditions d'Organisation, Paris.

Gracia, L.J., Arias, A.C. (2000), An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies, *Small Business Economics*, 14, pp. 55-63

Grossman, S., Hart, O. (1982), *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, The Economics Of Information and Uncertainty*, Un. Chicago Press

Gugler, P. (1992), *Building Transnational alliances to create competitive advantage*, Long Range Planning, Vol.25, N°.1, pp.90-91.

Hamel, G. e Prahalad, C.K. (1994), *Competing for the future*, Harvard Business School Press, Boston.

Harris, S. (1995), *Managing organizations to address the finance gap: a study of organizations that are doing so*, International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, Vol. 1, N°.3, pp. 63-82

Henry, A., *Consumer behaviour and marketing action*. Bóston: Kent Publishing Co., 1987, p.87.

Hunsdiek, D. (1985), *Financing of start-up and growth of new technology-based firms in West Germany*, International Small Business Journal, Vol. 4, N° 2, pp. 10-24.

Hutchinson, P., Hall, G. e Michaelas, N. (1998), *The determinants of capital structure for micro, small and medium-sized enterprises*. International Council for Small Business, Conference Proceedings, Singapore.

<http://www.sbaer.uca.edu/docs/98icsb/n008.htm>, 25/5/99.

Hamilton, R. T., Fox, M.A. (1998), *The Financing Preferences of Small Firms Owners*, International Journal of Small Entrepreneurial Behaviour and Research, Vol. 4, N.º 3, pp.239-248.

Harris, M., Raviv, A. (1988), *Corporate Control Contests and Capital Structure*, The Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 55-86.

Harris, M., Raviv, A. (1991), *The Theory of Capital Structure*, The Journal of Finance, Vol. 46, N.º 1, pp. 297-355.

Hart, O. (1992), *Theories of Optimal Capital Structure: A Managerial Discretion Perspective*, Journal of Finance, 53.

Hirshleifer, D., Thakor, A. (1989), Managerial Reputation, Project Choice and Debt ; Working Paper , Anderson School of Management UCLA.

Holmes, S., Kent, P. (1991), An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises, Journal of Small Business Finance, Vol. 1, N.º2, pp. 141-54

IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento (1992), "Radiografia da PME portuguesa", Suplemento do Expresso, 20 Março de 1993, pp.24-31.

IAPMEI (1999), ABC do Capital de Risco, 1ªEdição, IAPMEI.

InforBanca,pag.61, N°61,2004

International Journal of Management (2000), número especial sobre inovação nos Serviços, 4 (4), Dezembro.

Jensen, G.R., Solberg, D.P. e Zorn, T.S. (1992), Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.27, N.º 2, pp. 247-263.

Jensen, M. e Meckling, W. (1976), Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics (3), pp. 305-360.

Jones, Ray, G., Walker, John, A. e Kohers, Theodor (1993), A survey to identify reasons for denial of small business requests, Managerial Finance, Vol. 19, N° 8, pp. 50-61.

Jordan, J., Lowe, J. e Taylor, P. (1998), Strategic and Financial Policy in U.K. Small Firms, Journal of Business Finance and Accounting , Vol. 25, N.º 1, pp. 1-27.

Jorge, S.M. (1997), Determinantes da Estrutura de Capitais: Um Caso Português, Tese de Dissertação de Mestrado; Universidade do Minho.

Kay, J., (1993), Foundations of Corporate Success: How business strategies add value, Oxford University Press, Oxford, p.416

Kester, C. (1986), *Capital and Ownership Structure: A Comparison*, *Financial Management*, pp. 5-16.

Kleiman, R.T. e Shulman, J.M. (1992), *The risk-return attributes of publicly traded Venture capital*, *Journal of Business Venturing*, 7, pp. 195–208.

Kim, E. H. (1978), *A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity*, *Journal of Finance* (March); pp. 45-63.

Kim, W. S., Sorensen, E. H., (1986), *Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 21, N.º 2; pp.131-144.

Korawjczyk, R., Lucas, D., McDonald, R. (1990), *Assymmetric Information*, *Corporate Finance and Investments*, University of Chicago Press.

Kotler, P., (1994), *Marketing Management: Analysis, Planning, Implementacion and Control*, 8ª ed, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs.

Kotler, P.; Fox, K. (1995), *Strategic Marketing for Educational Institutions*, (2nd ed.), New jersey, Prentice Hall.

Kotler, P. (2000), *Marketing Management: Millennium Edition*, (10th ed.), New Jersey, Prentice Hal International.

Krasker, W. (1986), *Stock Price Movements in Response to Stock Issues Under Asymmetric Information*, *Journal of Finance*, Vol. 41; pp. 93-105.

Kraus, A., Litzenberger, R. (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, *Journal of Finance* (September); pp. 911-922.

Lachamann, J., (1992), *Le Seed Capital: une nouvelle forme de capital-risque*, *Colletion Techniques de Gestion*, Ed. Economica, Paris.

Lam, S. (1991), *Venture Capital Financing : A Conceptual Framework*, *Journal of Business Finance & Accounting*, pp.137-141.

Landström, H. e Winborg, J. (1995), Small business manager's attitudes towards and use of external financial sources, Paper presented at the 15th Annual Babson Conference London, England.

Lang, M., Malitz I., (1985), Investment Patterns and Financial Leverage, Corporate Capital Structure in the United States, University Chicago Press.

Lebas, P. (1987), Guide du Venture Capital Risque - Définitions et illustration pratiques des principales techniques utilisées, Paris, Centre Prospective et d'Evaluation, Étude.

LeCornu, M., R.G.P., Mark R., Forsaith, David M. e Stanger, A.M.J. (1996), "The small enterprise financial objective function", Journal of Small Business Management, July, pp. 1-14.

Leland, E. H.; Pyle, D. H. (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, Journal of Finance, 32 (2); pp. 371-387

Lopes, E. (1984), Discurso Proferido pelo Senhor Ministro das Finanças e do Plano no Encerramento do Seminário, Capital de Risco Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica, Comunicações Apresentadas Durante o Seminário Realizado em Lisboa em 25 e 26 de Maio de 1984, Banco espírito santo e Comercial de Lisboa, pp.113-120.

Lopes, E., As empresas e o Estado: a inovação deve começar na finanças, Jornal Expresso, 24.1.1998.

Lund, M. e Wright, J. (1999), The financing of small firms in the United Kingdom, Bank of England. Quarterly Bulletin, Vol.39,Nº. 2, pp. 195-201, <http://www.proquest.umi.com>, 18/9/1999.

Madrugada, P.J. (1999), Factores Determinantes de Diferenciação Territorial na Capacidade de Iniciativa Empresarial – O Caso Português, Dissertação de Mestrado em Economia, ISEG.

Mainigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrieres, P., Sapienza, H.J., e Beekman, A. (2002), Determinants of required return in venture capital investments: a five country study, Journal of Business Venturing, 17 (2002), pp. 291–312.

Martins, A.(1998), A Gestão da Inovação Reflexos sobre Schumpeter, Economia e Sociologia Nº65, Gabinete de Investigação e Acção Social do Instituto superior de Economia e Sociologia de Évora, pp.151-160.

Martins, L. C. S. (1999), Capital de Risco – Estado de Arte, IESF.

Marshall, J.P., Sorenson, R., Keith, B., Wieling, E., Reifman, A., e Wampler, R. (2006), The paradox for the family firm CEO: Owner age relationship to sucession-related processes and plans, Journal of Business Venturing, Vol.21, pp.348-368.

MacMillan, I. C., Siegel, R. e Navarasimha, P. N. S. (1985), Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, Journal of Business Venturing, Vol. 1, pp. 119-128.

Mallet, T.(1998), Credit where credit is due- results of CFIB survey on credit conditions in the small-and medium-sized business sector, <http://www.cfib.ca/research/bnkcredit.asp>, 28/10/1998.

Manual de Frascati (1993), The Proposed Standard for Surveys of Research and Experimental Development, OCDE, 5ª ed.

Maksimovic, V. (1986), Optimal Capital Structure in Repeated Oligopolies, Journal of Economics, Vol 19, N.º 3, pp. 389-407.

Martin, J.D. e Petty, J.W. (1997), Financial practices among high-growth entrepreneurial firms, Frontiers of Entrepreneurship Research 1997 Edition,

Martens, P. (1995), O Capital de Risco em Portugal: Um Sector em Crise?, Dissertação de Mestrado, Universidade Técnica de Lisboa.

Matias, M. F. (1999), Relação entre Estratégia Empresarial e Estrutura de Capital (Forma de Financiamento) nas Empresas Portuguesas, Tese de Dissertação de Mestrado, ISCTE.

Marsh, P. (1982), The Choice between Equity and Debt : An Empirical Study, Journal of Finance, 37 (1), pp. 121-143.

Mason, C.M. e Harrison, R.T.(2002), Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments, *Journal of Business Venturing*, 17, pp. 211–236.

McMahon, R.G.P., Holmes, S., Hutchinson, Patrick J. e Forsaith, M. (1993), *Small Enterprise Financial Management – Theory and Practice*, Harcourt Brace & Company, Australia.

McMahon, R.G.P., e Stanger, Anthony, M.J. (1995), Understanding the small enterprise financial objective function, *Entrepreneurship Theory & Practice*, Summer, pp. 21-39.

Menezes, H., (1995), *Princípios de Gestão Financeira*, Editorial Presença, 5ª Ed.

Melle-Hernández, Mónica, *The Effects of Bank Debt on Financial Structure of Small and Medium Firms in Some European Countries*, 2000.

Michaelas, N., Chittenden, F., Poutzionis, P. (1999), Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data, *Small Business Economics*, 12, pp. 113-130.

Miller, M. (1977), Debt and Taxes, *Journal of Financial Economics*, 6, pp. 333-364.

Modigliani, F., Miller, M. H. (1958), The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, N.º 48 (3), pp. 291-297.

Modigliani F., Miller, M. (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, Vol.53, pp.433-443.

Money Words - ADNFN Financial Glossary Words, 2005.

Monitor Company, (1994), *Construir as Vantagens Competitivas de Portugal*, Cedintec, geralmente denominado de “Relatório Porter”.

Myers, S.C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.

Myers, S. (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 34 (July), pp. 575-592

Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have More Information Than Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, N.º 13, pp. 187-221.

Neves, J. C. (1990), *Análise Financeira – métodos e técnicas*; Texto Editora; 3.ª Ed.

Noe, T. (1988), Capital Structure and Signaling Game Equilibria, *Review of Financial Studies*, Vol. 1, pp. 331-356.

Nonaka, I., The knowledge Creation Company, *Harvard Business Review*, November-December 1991, pp. 96-104.

Norton, Edgar (1991a), Capital structure and small public firms, *Journal of Business Venturing*, Vol. 6, pp. 287-303.

Norton, E. (1991b), Factors affecting capital structure decisions, *The Financial Review*, Vol.26, N.º 3, pp. 431-446.

OCDE (1996), *Venture Capital and Innovation*, OCDE/GD(96) 168, Paris.

Osnabrugge, M., (1998), *Private Financing at Various Stages of Company Development*, Saïd Business School, University of Oxford.

Osnabrugge, M., (1998), *Comparison of Business Angels and Venture Capitalists*, Saïd Business School, University of Oxford.

Palepu, K. (1986), Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*.

Pereira, A. (1999), *Guia Prático de Utilização do SPSS – Análise de Dados para Ciências Sociais e Psicologia*, Lisboa, Edições Sílabo.

Pestana, M.H. and Gageiro, J.N. (2000), *Análise de Dados para Ciências Sociais*, Lisboa, Edições Sílabo.

Peterson, Rein e Shulman, Joel (1987), Capital structure of growing small firms: a 12-country study on becoming bankable, *International Small Business Journal*, Vol. 5, Nº. 4, pp. 10-22.

Petersen, M. A. e Rajan, R.G. (1994), The benefits of lending relationships: evidence from small business data, *The Journal of Finance*, Vol. 49, Nº. 1, pp. 3-37.

Pettit, R.R. e Singer, R.F. (1985), Small business finance: a research agenda, *Financial Management*, Vol. 14, No. 3, pp. 47-60.

Petty, J.W. e Walker, E.W. (1978), *Financial Management of the Small Firm*, (ed.) Prentice-Hall, Inc, EUA.

Peyrard, J. (1992), *Gestão Financeira*, Publicações D. Quixote.

Pimentel, L.V. (1995), Capital de Risco e Operações de Reestruturação, *Revista Portuguesa de Gestão*, Nº1, pp.61-69.

Porter, M., (1990), *The Competitive Advantage of Nations*, London, Macmillan.

Porter, M., (1992), *Vantagem Competitiva*, Editora Campos.

Porter, M., (2003), *Ser Competitivo - Nuevas aportaciones y conclusiones*, Ediciones Deusto.

Quing Lu, Hwang, P., Wang, C.K. (2006), Agency risk control through reprisal, *Journal of Business Venturing*, Vol.21, pp.369-384.

Quintart, A. e Zisswiller, R. (1994), *Teoria Financeira*, Editorial Caminho.

Rajan, R. e Zingales, L. (1995), What do we Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data, *The Journal of Finance*, Vol. 50, N.º 5, December 1995, pp. 1421-1460.

Reis, E. (1991), *Análise de Clusters: Um Método de Classificação Sem Preconceitos*, (ed.) Giesta ISCTE, Lisboa.

Remmers, L., Stonehill, A., Wright, R. e Beekhuisen, T. (1974), Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally, Financial Management (Summer); pp.24-32.

Ribeiro, C. (2001) , Determinantes da Estrutura de Financiamento da Empresa, Dissertação de Mestrado, Universidade Técnica de Lisboa.

Ribeiro, J., (1995), Venture Capital, Revista Portuguesa de Gestão, I/95, pp.11-15.

Richard, N., (1959), The Simple Economics of Basic Scientific Research, Journal of Political Economy, nº67, pág. 297-306.

Robson, G., Gallagher, C. e Daly, M. (1994), Diversification Strategic and Practice in Small Firms, International Journal of Small Business Research, Vol. 11, N.º 2 , pp. 37-53.

Rodrigues, A.M. (1995), O capital de risco, Revista Portuguesa de Gestão, I/95, pp. 25-36.

Rodrigues, J. N. (1999), Capital de Risco na Europa- Mitos e realidades, www.janelanaweb.com/manageme/venturecapital.html, 14-09-2005.

Rodrigues, J. N. (1999), Capital de Risco na Viragem, www.janelanaweb.com/dinheiro/caitalrisco.html, 25-09-2005.

Romão, Artur Jorge C. (1998), Motivações Empresariais dos Industriais no Norte Alentejano, Tese de Dissertação de Mestrado, ISCTE, pp.82-105.

Ross, S. A. (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, Bell Journal of Economics 8 (Spring); pp. 23-40.

Ross, Stephen A. (1988), Comment on the Modigliani-Miller Propositions, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, Nº. 4, pp. 127-133.

Ryen, G., Wish, R., Vasconcellos, G. (1997), Capital Structure Decisions, Business Horizons, Set-Out.

Saá, R. J. (1996), Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience, Journal of the Financial Management Association, Vol 25, N.º 3; pp. 44-56

Sach, D. (1985), Venture Capital and Industrial Growth, Capital de Risco, desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, pp. 41-48.

Sahlmam, William A. (1990), The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations, Journal of Finance Economics, Vol.27, Nº2.

Sahlmam, William A. (1993), The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice, McGraw Hill.

Sahlmam, William A. (1994), Insights from the Venture Capital Models of Project Governance, Business Economics, pp.35-37.

Salomon, Ezra (1963), The Theory of Financial Management, New York, Columbia University Press.

Santos, Garcia (1996), Mercado de balcão europeu oferece garantia da liquidez, Semanário Económico, Setembro 27, N.º. 507, p. 10.

Santos, Paulo (1995), O Porquê do Capital de Risco, Revista Portuguesa de Gestão, N.º1, pp.21-24.

Sapienza, H.J., Manigart, S. e Vermeir, W. (1995), A Comparison of Venture Capitalist Governance and Value-Added in The U.S. and Western Europe, Academy of Management Journal, pp.105-109.

Sarig, O. (1988), Bargaining With a Corporation and the Capital of the Bargaining Firm, Working paper; Tel Aviv Universit.

Sexto relatório – Sumário Executivo, Observatório Europeu sobre as PME, Comissão Europeia, 2000.

Schumpeter, J., (1993), Capitalism, Socialism and Democracy, Harpe, New York.

Schwartz, E. (1959), The theory of the capital structure of the firm, *Journal of Finance*, Vol.14, Nº. 1, pp. 18-39.

Schwartz, P. (2000), *The Ling Boom*, Orion Business, London.

Scott, David F. e Martin, John D. (1975), Industry influence on financial structure, *Financial Management*, Spring, pp. 67-73.

Scott, J. (1976), A theory of optimal capital structure, *Bell Journal of Economics*, Spring, pp. 33-54.

Scott, J. H. (1976), A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, N.º 7; pp. 33-54

Scott, D. F., Martin, J. D. (1976), Industry Influence on Financial Structure, *Financial Management*, vol. 4 (Spring); pp. 67-73

Scott, D. F., Martin, J. D., Petty, J. W., Keown, A. J. (1999), *Basic Financial Management*, (8.ª Ed.ª), Prentice Hall Inc.

Shapiro, Alan C. (2003), *Multinational Financial Management*, 7ª edição, RR Donnelley, New York.

Sharpe, W. F. (1964), A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19, pp. 425-442

Serraqueira, Zélia (2001), Padrões seguidos pelas PME no recurso a fontes de capital, *Revista de Gestão*, Nº1/2001, Universidade da Beira Interior.

Shyam-Sunder, L., Myers, S.C. (1999), Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219-244

Simon, A. (1999), Rationality gone away? Decision making inconsistent with economic and financial theory, *Business Economics*, V.34, Nº3, pp.93-94.

Silva, Rebelo da (1995), Evolução do Capital de Risco em Portugal, *Revista Portuguesa de Gestão* 1795, pp.3-10.

Silva, J. V. (1991), *Teorias das Estruturas de Capitais*, Texto de Apoio; Departamento de Gestão de Empresas - Universidade de Évora.

Silva, L. (1995), *Evolução do Capital de Risco em Portugal*, *Revista Portuguesa de Gestão*, 1/95, Lisboa, pp.3-10.

Silva, J. V. (1999), *Fundamentação Teórica do Método do Valor Actual Líquido*, Texto de Apoio, Departamento de Gestão de Empresas - Universidade de Évora

Simões, J. S. Neto (2002), *Identificação de Variáveis Financeiras e Estratégicas que Determinam a Estrutura Financeira das Empresas em Portugal*, Tese de mestrado em Gestão de Empresas, Departamento de Gestão de Empresas, Universidade de Évora.

Soares, R., (1995), *O Capital de Risco como Parceiro de Gestão*; *Revista Portuguesa de Gestão*, 1/95; pp.55-61.

Solomon, E. (1963), *Endettement et coût du capital*, *Journal of Finance*, Mai, em *Finances Modernes*, Tomo II, (ed.) Girault, F. e Zisswiller, R., Dunot, 1973, pp. 87-93.

Sohl, J.(1999), *The early stage equity market in the United States*, 29th European Small Business Seminar, IAPMEI.

Souder, W. e Sherman, J. (1994), *Managing New Technology Development*, McGraw-Hill, New York.

Stiglitz, J. E. e Weiss, A. (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, *American Economic Review*, 71 (3); pp. 393-410.

Stiglitz, J.E. (1988), *Why financial structure matters*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, Nº. 4, pp. 121-126.

Stulz, R. (1988), *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control*, *Journal of Financial Economics*, 20.

Sweeting, R. C. (1991), *UK Venture Capital Funds and The Funding of New Technology-Based Business: Process and Relationships*, *Journal of Management Studies*, Vol.28, Nº.6, pp.601-622.

Tavares, C.S.M.C. (1999), O Business Angel Institucional – e o Mercado do Capital de Risco, Dissertação de Mestrado, Universidade Técnica de Lisboa.

Taggart, R. A. (1977), A Model of Corporate Financing Decisions, *Journal of Finance*, 32; pp. 1467-1484.

Tamari, M. (1981), The financial structure of the small firm – an international comparison of corporate accounts in the U.S.A., France, U.K., Israel and Japan, em *Small Business Perspectives*, (eds.) Gorb, Peter, Dowell, Philip e Wilson, Peter, Armstrong Publishing, London.

Taylor, J. (1974), The role of risk in consumer behaviour, *Journal of Marketing*, pp. 54-60.

Teece, D.J., (1986), Profiting from technological innovation: Implication for integration, collaboration, licensing and public policy, *Research Policy*, 15 (6).

Thies, C. F., Klock, M. S. (1993), Determinants of Capital Structure, *Review of Financial Economics*, pp. 40-52.

Tidd, J. (2000), From Knowledge to Strategic Competence: Measuring technological, market and organizational innovation, Imperial College Press, London.

Titman, S. (1984), The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision, *Journal of Financial Economics*, N.º13; pp. 137-151.

Titman, S. e Wessels, R. (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, Vol 43, N.º 1; pp. 1-19.

Tong, L. (1999), The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Listed Companies in China, National Library of Canada.

Toy, N., Stonehill, A., Remmers, L. e Beekhissen, T. (1974), A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9; pp. 875-886.

Tyebjee, T.T. e Bruno, A.V. (1984), A Model of Venture Capitalist Investment Activity, *Management Science*, pp. 1051-1066.

Utterback, J. (1994), *Mastering the Dynamics of Innovation*, Harvard Business School Press, Boston, Mass., p.256.

Van der Wijst, N. e Thurik, R. (1993), *Determinants of Small Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data*, *Small Business Economics*, N.º 5; pp. 55-65

Van Horne, J. C. (1992), *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall

Ventura, A. (1997), *Estrutura Financeira das Empresas Aderentes à Central de Balanços 1991-1993 e 1993-1995*, Banco de Portugal

Vilabella, L.B. e Silvosa, A.R.C. (1997), *Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las PYMES*, *Revista Europea de Dirección Y Economía de la Empresa*, Vol. 6, N.º. 1, pp. 107.124.

Walsh, V. et al. (1992), *Winning by Design: Technology, product design and international competitiveness*, Brasil Blackwell, Oxford.

Warner, J. B. (1977), *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, *Journal of Finance*, pp. 237-348.

Welsh, J. e White, J. (1981), *Les Petites Entreprises, une Gestion Particulière*, Harvard L'Expansion, N.º. 23, pp.25-36.

Williamson, O. (1988), *Corporate Finance and Corporate Governance*, *Journal of Finance*, 43 (3), pp. 567- 591.

Wolff, S.(1996), *La dynamique des accords interentreprises dans le sector des télécommunications*, CNRS Éditions, Paris,pp.245-266.

WWW.INE.pt

Zider, B., (1998), *How venture capital works*, *Havard Business Review*, November-December.

Zopounidis, C., (1990), *La Gestion du Capital-Risque*, *Collection Rapports et Syntéses*, Ed. Económica, Paris, pág.14.

QUESTIONÁRIO PARA IDENTIFICAÇÃO DA INTERVENÇÃO DAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO NAS EMPRESAS DO NORTE ALENTEJANO

Este estudo insere-se numa investigação que visa identificar a oportunidade/attractividade das sociedades de capital de risco no Norte Alentejano.

Este questionário tem por objectivo identificar Operações existentes bem como eventuais tentativas para desenvolver operações com sociedades de capital de risco, no sentido de dar um contributo para a compreensão desta problemática, por outro lado pretende-se perceber as motivações que conduzem à escolha da estrutura financeira destas empresas. **Desde já agradeço a sua valiosa colaboração e o tempo que irá dedicar a responder a este questionário.**

Junho de 2006

Instruções:

1. Este questionário é anónimo.
2. Marque a resposta adequada com um **X** ou siga as indicações expressas.
3. Procure responder a todas as questões.
4. Nas respostas escritas use letra legível e utilize apenas o espaço disponível.
5. Em caso de fazer correcções às respostas, assinale-as devidamente.

A. DADOS DA ORGANIZAÇÃO

1. Presentemente, quantos sócios estão envolvidos no negócio? _____

2. Em que sector classificaria o seu negócio? Serviços Agricultura Industria/construção

3. Onde iniciou a sua actividade empresarial?

Zona rural Pequena cidade Grande cidade Cidade capital

4. Em que ano foi recebida a primeira encomenda? _____

5. Qual o numero de trabalhadores da empresa em 31 de Dezembro de 2005?

A tempo inteiro _____ A tempo parcial _____ Ocasionais _____

6. Qual o volume de vendas no ano de 2005 (euros)?

De 5.000 a 25.000	<input type="checkbox"/>	De 100.001 a 250.000	<input type="checkbox"/>	De 1.250.001 a 2.500.000	<input type="checkbox"/>
De 25.001 a 50.000	<input type="checkbox"/>	De 250.001 a 500.000	<input type="checkbox"/>	De 2.500.001 a 5.000.000	<input type="checkbox"/>
De 50.001 a 100.000	<input type="checkbox"/>	De 500.001 a 1.250.000	<input type="checkbox"/>	Mais de 5.000.000	<input type="checkbox"/>

7. Qual o resultado líquido antes de impostos no ano de 2005 (euros)?

De 5.000 a 25.000	<input type="checkbox"/>	De 100.001 a 250.000	<input type="checkbox"/>	De 1.250.001 a 2.500.000	<input type="checkbox"/>
De 25.001 a 50.000	<input type="checkbox"/>	De 250.001 a 500.000	<input type="checkbox"/>	De 2.500.001 a 5.000.000	<input type="checkbox"/>
De 50.001 a 100.000	<input type="checkbox"/>	De 500.001 a 1.250.000	<input type="checkbox"/>	Mais de 5.000.000	<input type="checkbox"/>

8. Qual o capital social no ano de 2005 (euros)?

De 5.000 a 25.000	<input type="checkbox"/>	De 100.001 a 250.000	<input type="checkbox"/>	De 1.250.001 a 2.500.000	<input type="checkbox"/>
De 25.001 a 50.000	<input type="checkbox"/>	De 250.001 a 500.000	<input type="checkbox"/>	De 2.500.001 a 5.000.000	<input type="checkbox"/>
De 50.001 a 100.000	<input type="checkbox"/>	De 500.001 a 1.250.000	<input type="checkbox"/>	Mais de 5.000.000	<input type="checkbox"/>

B DADOS PESSOAIS

1. Idade _____ anos.

2. Sexo Masculino Feminino

3. Nível de escolaridade

1	4ª Classe		7	Curso médio (magistério, ...)	
2	Antigo 2º ano (preparatório ou 6º ano actual)		8	Curso superior (bacharelato)	
3	Antigo 5º ano (9º ano actual)		9	Curso superior (licenciatura)	
4	Antigo 7º ano (11º ano actual)		10	Mestrado, Doutoramento, ...	
5	12º ano		11	Frequência de curso médio/ superior	
6	Curso profissional		12	Outras situações	

4. Área específica da sua formação

C DADOS DO NEGOCIO

1. Qual o principal ponto forte da sua empresa?

1	Qualidade do produto/serviço		6	Inovação	
2	Capacidade produtiva		7	Solidez financeira	
3	Competência em termos de custos		8	Tecnologia	
4	Assistência pós-venda		9	Outro	
5	Recursos humanos				

2. Qual o principal ponto fraco da sua empresa?

1	Qualidade do produto/serviço		6	Inovação	
2	Capacidade produtiva		7	Solidez financeira	
3	Competência em termos de custos		8	Tecnologia	
4	Assistência pós-venda		9	Outro (Por favor indique qual.....)	
5	Recursos humanos				

3. Realizou investimentos nos últimos dois anos? Sim Não

Se respondeu sim à questão anterior, por favor indique:

3.1. Qual o objectivo do investimento? (se realizou vários, baseie-se no de maior impacto)

1	Início da actividade		6	Mecanização e automatização de processos existentes	
2	Economia de energia		7	Introdução de novas técnicas de fabrico	
3	Introdução de novos produtos		8	Substituição de equipamento	

3.2. Como financiou esse investimento? (se utilizou mais que uma fonte de financiamento refira a principal)

1	Autofinanciamento		5	Locação financeira	
2	Empréstimos Estado		6	Fundos Comunitários	
3	Crédito Bancário		7	Emissão de acções e/ou obrigações	
4	Capital de risco		8	Outra fonte de financiamento (Por favor indique qual _____)	

3.3. O investimento realizado conduziu à criação de mais postos de trabalho? Sim Não

4. Pensa realizar investimentos nos próximos dois anos? Sim Não

Se respondeu sim à questão anterior, por favor indique

4.1. Qual o objectivo do investimento? (se realizou vários, baseie-se no de maior impacto)

1	Introdução de novos produtos		6	Mecanização e automatização de processos existentes	
2	Economia de energia		7	Introdução de novas técnicas de fabrico	
3	Substituição de equipamento		8	Outro (Por favor indique qual _____)	

4.2. Como pensa financiar esse investimento? (se pensa utilizar várias fontes de financiamento refira a principal)

1	Autofinanciamento		5	Locação financeira	
2	Empréstimos Estado		6	Fundos Comunitários	
3	Crédito Bancário		7	Emissão de acções e/ou obrigações	
4	Capital de risco		8	Outra fonte de financiamento (Por favor indique qual _____)	

4.3. O investimento a realizar conduzirá à criação de mais postos de trabalho? Sim Não

5. Na sua opinião, existem actualmente factores limitativos ao investimento? Sim Não

Se respondeu sim à questão anterior, por favor indique

5.1. Em comparação com o passado (últimos dois anos) esses factores têm vindo a agravar-se? Sim Não

5.2. Qual é o factor mais limitativo ao investimento?

1	Capacidade de autofinanciamento		6	Obtenção de crédito bancário	
2	Deterioração das perspectivas de venda		7	Rentabilidade dos investimentos	
3	Contratação de pessoal qualificado		8	Nível de taxas de juro	
4	Concorrência		9	Mercado de Capitais	
5	Apoio de Capital de risco		10	Outros	

5.3. Qual é a situação actual do volume de vendas e/ou prestação de serviços?

Muito má Má Satisfatória Boa Muito boa

5.4. Qual é a perspectiva de evolução do volume de vendas e/ou prestação de serviços nos próximos dois anos?

Forte diminuição Diminuição Estabilidade Aumento Forte Aumento

5.5. Qual é a expectativa para o futuro do seu negócio nos próximos dois anos?

Contração/declínio Crescimento/expansão Sem alteração significativa

D. INOVAÇÃO

1. Durante os últimos 5 anos, a empresa introduziu no mercado algum produto ou serviço novo ou significativamente melhorado?

Sim Não

2. Indique o tempo médio de vida do produto (ou serviço) mais importante da sua actividade principal, antes de ser alvo de substituição ou melhoria:

Menos de 1 ano	Entre 1 e 3	Entre 4 e 6	Entre 7 e 9	Mais de 9 anos
<input type="checkbox"/>				

3. Durante os últimos 5 anos, a empresa introduziu no mercado algum processo novo ou significativamente melhorado?

Sim Não

4. A empresa tem patentes registadas nos últimos 5 anos?

Sim

Não

5. A empresa tem alguma invenção não registada, nos últimos 5 anos?

Sim

Não

6. A empresa tem algum departamento responsável pela área do desenvolvimento tecnológico e pelas actividades de inovação? Sim Não

7. A sua empresa está envolvida em alguma das seguintes actividades? Em caso afirmativo, identifique-as (marque com um X as opções):

a) I&D realizadas no ambiente interno da empresa

b) I&D contratados no ambiente externo da empresa

c) Aquisição de maquinaria e equipamento no âmbito de I&D e ligados a novos produtos/processos

d) Formação especializada orientada para o desenvolvimento ou introdução de inovações

e) Práticas comerciais inovadoras

f) Projecto industrial necessário para a produção de novos produtos/processos

g) Preparação da produção e /ou distribuição de inovações

E. CAPITAL DE RISCO

1. Capital de Risco para si significa:

1	Uma forma de endividamento da empresa com vista à obtenção de fundos.	3	Forma de financiar a actividade através da cedência de participação minoritária e temporária.
2	Parceria de gestão via participação de capital com dependência total em termos de decisão de gestão.	4	Uma forma de endividamento em que se assume a existência de risco na actividade.

2. Na sua opinião, a alternativa de financiamento através de capital de risco é interessante para o seu negócio?

Sim

Não

3. Já alguma vez foi abordado por uma Sociedade de Capital de Risco no sentido de lhe dar a conhecer as suas operações?

Sim

Não

4. Qual o aspecto mais interessante para si resultante da contratação de uma operação de Capital de Risco?

1	Participação temporária no capital		6	Não interfere no risco de crédito da empresa	
2	Parceria de gestão		7	Aumenta as disponibilidades sem aumentar as dívidas	
3	Não há lugar à prestação de garantias		8	Parceria de negócio	

5. Qual o aspecto menos interessante para si, resultante da contratação de uma operação de Capital de Risco?

1	Participação temporária no capital		6	Não interfere no risco de crédito da empresa	
2	Partilha de conhecimentos		7	Aumenta as disponibilidades sem aumentar as dívidas	
3	Não há lugar à prestação de garantias		8	Parceria de negócio	

6. Considera que a divulgação da actuação das Sociedade de Capital de Risco é suficiente ou insuficiente?

Sim Não Desconhece

7. Considera que a abrangência da actuação das Sociedade de Capital de Risco é suficiente ou insuficiente?

Sim Não Desconhece

8. Considera fácil e generalizado o acesso às Sociedade de Capital?

Sim Não Desconhece

Obrigada pela sua colaboração

Anexo 2

RUVISER - COMÉRCIO DE INERTES LDA
ALPA-CUBO - EXTRACÇÃO E TRANSFORMAÇÃO DE GRANITOS LDA
ASB - MÁRMORES E GRANITOS LDA
GMC - GRANITOS E MATERIAIS DE CONSTRUÇÃO LDA
GRANIFORTE-GRANITOS DE MONFORTE LDA
GRANITICA-EXPLORAÇÃO DE GRANITOS LDA
CATEBRITA-SOCIEDADE INDUSTRIAL DE BRITAS LDA
BELOTEIROS - INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO DE PORCO ALENTEJANO LDA
CARNALENTEJANA - AGRUPAMENTO DE PRODUTORES DE BOVINOS DE RAÇA ALENTEJANA S.A.
CASA COVAS, COMERCIO E INDUSTRIA DE CARNES LDA
LEITÃO & FILHOS, INDÚSTRIA DE SALSICHARIA TRADICIONAL DE ENCHIDOS LDA
MATADOURO REGIONAL DO ALTO ALENTEJO S.A.
ALENCARNES - PREPARAÇÃO E COMÉRCIO DE CARNES, UNIPESSOAL LDA
CARNES ALTER LDA
CARVICARNES - CARNES CARVOEIRO LDA
ESCARDUÇA LDA
GONÇALVES & SAPETA LDA
JOÃO DA ROSA FERREIRA & FILHOS LDA
SALSICHARIA ERVEDALENSE LDA
TRADICIA - ENCHIDOS ARTESANAIS DO ALENTEJO LDA
CACHOLA & MUACHO LDA
APAFNA – AGR. DE PRODUTORES AGRÍCOLAS E FLORESTAIS DO NORTE ALENTEJO S.A.
CORRENTE E CORRENTE LDA
AGRODELTA - INDÚSTRIAS ALIMENTARES, LDA.
NUNES SEQUEIRA S.A.
RAUL MARTINS LOBATO LDA
COOPERATIVA AGRÍCOLA DE AVIS CRL
COOPERATIVA AGRICOLA DE ERVEDAL E FIGUEIRA E BARROS CRL
COOPERATIVA AGRÍCOLA DOS OLIVICULTORES DE CANO CRL
COOPERATIVA AGRÍCOLA DOS OLIVICULTORES DE CASA BRANCA CRL
COOPERATIVA AGRICOLA DOS OLIVICULTORES DE SOUSEL CRL
EUROLIVA-AZEITES E OLEOS ALIMENTARES S.A.
OLIDAL - OLIVICULTORES DO ALENTEJO CRL
BELQUEIJO, LACTICINIOS LDA
LACTICINIOS LEITÃO LDA
LOURO & LOURO LDA
MARQUEIJO - FABRICO ARTESANAL DE QUEIJO LDA
MONFORQUEIJO-PRODUTORES DE QUEIJO DE OVELHA E CABRA DE MONFORTE CRL
QUEIJOS FORTUNATO - PRODUÇÃO E COMERCIALIZAÇÃO DE QUEIJOS LDA
SERRALEITE COOPERATIVA AGRICOLA DOS PRODUTORES DE LEITE DE PORTALEGRE CRL
SOCIEDADE INDUSTRIAL DA HERDADE DA MAIA LDA
SOTONISA-SOCIEDADE DE LACTICINIOS LDA
EMPRESA INDUSTRIAL BASTOS RIBEIRO LDA
EMPRESA INDUSTRIAL DE PIMENTÃO LDA
A PALOMA - DO PÃO QUENTE DE LUIS GRAVE LDA
A PANIFICADORA DE SANTO ANTÓNIO DAS AREIAS LDA
BELCHIORINHO & IRMÃOS LDA
CROFRI - INDÚSTRIA DE PRODUTOS ALIMENTARES LDA
FARINHAS & GUEIFÃO LDA
FRAGATA & FILHOS - INDÚSTRIA DE PANIFICAÇÃO LDA
GRILO & VELEZ-SOCIEDADE HOTELEIRA E DE PANIFICAÇÃO LDA
J.RODRIGUES LDA
JOAQUIM DOS SANTOS NABEIRO LDA
LUÍS FERNANDO SOEIRO FERREIRA LDA
MANUEL FERREIRA DA SILVA-INDÚSTRIAS DE PANIFICAÇÃO E PASTELARIA LDA
MARIANA TRINDADE & FILHOS LDA

PADARIA IDEAL DO CRATO LDA
PADARIA QUINTINO LDA
PANILEGRE - FABRICO DE PÃO E PASTELARIA LDA
PÃOLENTEJO LDA
CIDRAIS & CIDRAIS - FABRICO DE BOLOS REGIONAIS LDA
MENDES & MENDES LDA
JOÃO DOS SANTOS NABEIRO, HERDEIROS, LDA.
MANUEL NABEIRO SILVEIRA - TORREFACÇÃO DE CAFÉ S.A.
TORREFACÇÃO CAMELO, LDA.
TORREFACÇÃO CUBANA LDA
TORREFACÇÃO PALMEIRA LDA
VIÚVA DE FERNANDO LAGES NABEIRO LDA
INCOPIIL - INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE PIMENTÃO S.A.
DARDICO - AGRO-INDUSTRIA S.A.
TRANSFORMAÇÃO DE FRUTAS CAMPOMAIORENSE LDA
ADEGA COOPERATIVA DE PORTALEGRE CRL
ADEGA DA CABAÇA S.A.
MANUFATURA DE TAPEÇARIAS DE PORTALEGRE, UNIPessoal LDA
TOLDICONFEX - MATERIAL PUBLICITÁRIO, LDA.
TOLDIGRAFICA-TOLDOS E ARTES GRÁFICAS LDA
AMS – CASA DAS BATAS - VESTUÁRIO PROFISSIONAL LDA
TEXTEIS SOR LDA
INVICAR-INDUSTRIA DE CONFECÇÕES LDA
JOÃO PAIS - CONFECÇÕES LDA
ZIVA - INDÚSTRIA DE CONFECÇÕES LDA
GASPAR M. B. MAGARREIRO LDA
CAROLA & BORRALHO-COMERCIO E CONFECÇÃO DE ARTESANATO EM PELE,
UNIPessoal LDA
CALÇADOS EBRO LDA
TIGAPELE-SOCIEDADE DE CURTUMES LDA
PIRES BARBACENA LDA
FENESTEVES - PAVIMENTOS E REVESTIMENTOS LDA
CARMAPOR-CARPINTARIA MECÂNICA DE PORTALEGRE LDA
CARPINTARIA ALAGOENSE LDA
JOSÉ, FERREIRA & NUNES LDA
TRAMARGOM - CARPINTARIA MECÂNICA LDA
PALETELVAS, PALETES E EMBALAGENS DE MADEIRA, UNIPessoal LDA
BOXIT - DESIGN DE TRABALHOS EM MADEIRA LDA
A.CORTIÇO LDA
M.A. SILVA 3 - CORTIÇAS LDA
ROBINSON INDÚSTRIA - AGLOMERADOS COMPOSTOS DE CORTIÇA S.A.
C. T. C. S. - COMPOSIÇÃO DE TEXTO PARA COMUNICAÇÃO SOCIAL E AFINS LDA
PRÓ-SOCIAL - COMUNICAÇÃO SOCIAL E PUBLICIDADE LDA
FILEDA - ARTES GRÁFICAS LDA
GRÁFICA GUEDELHA LDA
SINPOL - POLÍMEROS SINTÉTICOS LDA
L L T AGRO NUTRIÇÃO VEGETAL LDA
SELENIS - INDÚSTRIA DE POLÍMEROS S.A.
TINCOMIL-SOCIEDADE DE TINTAS E COLAS MIGUEL ANGELO LDA
SELENIS FIBRAS – PROD. E COM. FIBRAS DE POLIÉSTER PARA A INDÚST
BORRACHAS PORTALEGRE, SOCIEDADE UNIPessoal LDA
HUTCHINSON BORRACHAS DE PORTUGAL, SOCIEDADE UNIPessoal LDA
G. A. S. L.- MATERIAL ELÉCTRICO S.A.
IMPRIMETRIPA-SOCIEDADE DE IMPRESSÕES DE TRIPAS LDA
LUXO LUXE ESTORES LDA
NEVIPLAS-FÁBRICA DE PLÁSTICOS LDA
PLASTIELVAS - PLÁSTICOS DE ELVAS LDA
VIDRELVAS-INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE VIDROS E ESPELHOS LDA
J. BRAZ C. - INDÚSTRIA DE CERÂMICA LDA
CERÂMICA CRUZ - MATERIAIS DE CONSTRUÇÃO, UNIPessoal LDA
PRESVIAL - PRÉ-ESFORÇADOS E PRÉ-FABRICADOS DE VIA DO ALENTEJO LDA
PREVISOR-FABRICA DE VIGAS PRÉ-ESFORÇADO DE PONTE DE SOR LDA

TRANSVIGA-PRE FABRICADOS DE BETÃO LDA
GAVIBLOCO - SOCIEDADE DE FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE BETÃO LDA
GRANISAN-LUSO-JAPONESA DE GRANITOS E MARMORES LDA
MÁRMORES E GRANITOS DO SÔR LDA
MARTINHO & DUARTE LDA
MULTIGRANITOS - TRANSFORMAÇÃO DE GRANITOS, UNIPESSOAL LDA
SINGRANOVA-EMPRESA TRANSFORMADORA DE GRANITOS LDA
A.J.FERREIRA LDA
JOVEL-ALUMÍNIOS E FORJADOS LDA
MOBIRACK - EQUIPAMENTOS METÁLICOS LDA
SERRALHARIA NISENSE-METALÚRGICA E ALUMÍNIOS LDA
CRUZ & VENTURA LDA
L.M.TAVARES CONSTRUÇÕES METALICAS LDA
NUNES & REMEDIOS LDA
VAL - VINAGRE, ALUMÍNIOS E LACAGENS LDA
CARAPINHA & CONCEIÇÃO LDA
JOÃO TORRES SILVA, SOCIEDADE UNIPESSOAL LDA
AUTOFORESE - PROTECÇÃO ANTI-CORROSIVA LDA
LEOLIMPA - RECUPERAÇÃO DE FERRAGENS E METAIS, UNIPESSOAL LDA
GUADIMETAL-CONSTRUÇÕES METÁLICAS, LDA
FRICARDOSO - EQUIPAMENTOS HOTELEIROS, SOCIEDADE UNIPESSOAL LDA
ANTÓNIO VICENTE ROSADO CORREIA LDA
J T-ALTER-SERRALHARIA MECÂNICA E CIVIL LDA
JOSÉ MARIA BONACHO, SOCIEDADE UNIPESSOAL LDA
M GANDRITA-OFICINA DE REPARAÇÃO E MÁQUINAS AGRÍCOLAS LDA
EP-ELECTROMECAÂNICA DE PORTALEGRE LDA
SNEF PORTUGAL ELECTRICIDADE LDA
FERNANDO & CA-INDÚSTRIA DE CARROÇARIAS LDA
JOHNSON CONTROLS II - ASSENTOS DE ESPUMA S.A.
R.D.S. - COZINHAS LDA
SELENIS AMBIENTE - INDÚSTRIA DE RECICLAGEM DE PET LDA
SELENIS ENERGIA S.A.
EQUI MAIOR, RECICLAGEM DE PRODUTOS INFORMÁTICOS LDA

Fonte: INE