

Emanuel José Ferreira de Almeida

Financiamento das PME – Análise das Empresas do Distrito do Porto

Dissertação apresentada à Universidade Portucalense Infante D. Henrique para obtenção
do grau de Mestre em Finanças

Trabalho realizado sob a orientação do Professor Doutor Fernando António de Oliveira
Tavares



Departamento de Ciências Económicas e Empresariais

Maio, 2014

AGRADECIMENTOS

Pretendo neste espaço agradecer todo o apoio e dedicação que um grupo de pessoas me deu para conseguir concluir esta etapa da minha vida e do meu percurso académico.

Em primeiro lugar agradeço ao Professor Doutor Fernando António de Oliveira Tavares orientador deste trabalho que me apoiou, ajudou e deu sempre esperança e alento para avançar quando as dificuldades surgiam.

Agradeço à Aurora, pelo carinho, incansável ajuda e animo dado ao longo deste percurso.

Profissionalmente agradeço às minhas chefias que me acompanharam ao longo deste percurso e que muito colaboraram e orientaram, Dra. Susana Pinheiro, Dr. João Pedro Barbosa e Dra. Carina Garcez. Uma especial palavra de agradecimento para alguns colegas, que mostraram uma grande amizade, apoio e aconselhamento: Adriana Moreira, André Antunes, António Azevedo, Bruno Esteves, Cláudia Vieira, João Campos, João Cardoso, Rui Gramaxo e Tiago Silva.

Agradeço a toda a minha família e amigos a compreensão, carinho e motivação dada.

RESUMO

Financiamento das PME – Análise das Empresas do Distrito do Porto

No âmbito do Mestrado em Finanças da Universidade Portucalense foi desenvolvido um estudo exploratório e quantitativo às PME do distrito do Porto, sobre as fontes e formas de financiamento utilizadas. Este estudo visa avaliar de que forma a atual conjuntura adversa afeta as necessidades e decisões de financiamento das PME.

Partindo da apresentação de algumas teorias (teoria do *trade-off*, teoria do *peackin order*, teoria do *market timing*, entre outras) sobre a temática do financiamento foi realizado um inquérito às PME do distrito do Porto.

Observa-se uma forte preferência pelo crédito bancário e uma fraca apetência para a utilização do mercado de capitais no processo de obtenção de financiamento, características de um modelo Continental. Os juros e comissões assim como os aspetos burocráticos são os principais fatores referidos nas dificuldades apresentadas pelas PME.

O estudo pretende contribuir com soluções para as dificuldades de financiamento das empresas, nomeadamente através da apresentação de formas de financiamento alternativas.

ABSTRACT

Financing SME - Analysis of Enterprises in District of Porto

Within the framework of the master in finance in Portucalense University was being developed an exploratory and quantitative study about SME in district of Porto, about sources and ways of financing to be used. The study aims to assess the way in advert and current conjuncture to be affecting the needs and decision about financing in the SME.

The presentation starting about some theories (theory of the trade-off, pecking order and market timing, and others), about thematic of financing was performed an inquire in the SME in district of Porto.

Was seeing a strong preference about bank credit and a weak preference is a capital market in processes attainment of financing. Characteristics of a continental model.

The interest rates, committees and bureaucratic aspects are the principals factors mentioned in some difficult present in the SME.

The study have been contribuited a solution for the difficulty of financing in the enterprises, namely about the presentation of way of alternative financing.

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	2
RESUMO.....	3
ABSTRACT.....	4
ABREVIATURAS E SIGLAS.....	7
ÍNDICE DE FIGURAS.....	8
ÍNDICE DE QUADROS.....	9
INTRODUÇÃO	11
CAPÍTULO 1 – A TEMÁTICA DO FINANCIAMENTO.....	17
1.1 - AS PROPOSIÇÕES DE MODIGLIANI E MILLER.....	17
1.2 - TEORIA DO TRADE-OFF.....	18
1.3 - TEORIA DO PEACKING ORDER	19
1.4 - TEORIA DO MARKET TIMING	21
1.5 - OUTRAS ABORDAGENS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL	21
1.5.1 - Teorias baseadas na fiscalidade	22
1.5.2 - Teoria do custo de agência.....	23
1.5.3 - Teoria da assimetria de informação e sinalização.....	25
1.6 - MATURIDADE DOS ATIVOS E MATURIDADE DO PASSIVO	29
CAPÍTULO 2 – TIPOS DE FINANCIAMENTO	31
2.1 – O AUTOFINANCIAMENTO	33
2.2 – CRÉDITO COMERCIAL	34
2.3 – CRÉDITO BANCÁRIO	34
2.3.1 – Fundo de maneiio.....	37
2.3.2 – Antecipação de receitas	38
2.3.3 – Apoio ao investimento.....	39
2.4 - LINHAS DE CRÉDITO PROTOCOLADAS E BONIFICADAS	42
2.4.1 – Linhas de Crédito PME INVESTE.....	43
2.4.2 – Linha PME Crescimento	44
2.4.3 – Linha QREN INVESTE	44
2.4.4 – Linha BEI (Banco Europeu de Investimento).....	45
2.4.5 – Linha de Crédito PRODER E PROMAR.....	46
2.6 – OUTRAS FONTES DE FINANCIAMENTO.....	47

2.6.1 - <i>Capital de Risco</i>	47
2.6.2 – <i>Business Angel</i>	49
2.6.3 - <i>Crowdfunding</i>	49
2.6.4 – <i>Mercado de Capitais a NYSE – ALTERNEXT</i>	50
2.6.5 - <i>Emissões de Papel Comercial</i>	55
2.6.6 – <i>Empréstimos obrigacionistas</i>	56
2.6.7 – <i>Garantia Mútua</i>	58
2.6.8 – <i>Programa PME Consolida</i>	59
2.6.9 – <i>Fundos de revitalização e de expansão empresarial</i>	60
CAPÍTULO 3 – METODOLOGIA	61
3.1. DADOS E METODOLOGIA USADOS NO ESTUDO.....	61
4 - RESULTADOS	64
4.1 – ANÁLISE DESCRITIVA DOS RESULTADOS	64
4.2 – ANÁLISE FATORIAL ÀS CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO	84
CONCLUSÕES	87
BIBLIOGRAFIA	91
ANEXOS	98

ABREVIATURAS E SIGLAS

ALF – Associação Portuguesa de *Leasing, Factoring e Renting*

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento

BEI – Banco Europeu de Investimento

BP – Banco de Portugal

CFO's - *Chief Financial Officer's*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

FACCE – Fundo Autónomo de Apoio à Concentração e Consolidação de
Empresas

FEDER – Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional

FFMS - Fundação Francisco Manuel dos Santos

FIEAE - Fundo Imobiliário Especial de Apoio às Empresas

GPEARI - Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações

Internacionais

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Invocação

IFAP – Instituto de Financiamento da Agricultura e Pescas

IFB – Instituto de Formação Bancária

IPO – *Initial Public Offering*

NYSE – *New York Stock Exchange*

PME – Pequenas e Médias Empresas

PPC – Programa de Papel Comercial

PRODER – Programa de Desenvolvimento Rural

PROMAR – Programa Operacional de Pescas

QREN – Quadro de Referência Estratégico Nacional

SCR – Sociedades de Capital de Risco

SNC – Sistema de Normalização Contabilístico

SPGM – Sociedade Portuguesa de Garantia Mútua

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1 - CONCELHOS DO DISTRITO DO PORTO	13
FIGURA 2 - FONTES DE FINANCIAMENTO DE ACORDO COM A FASE DE CRESCIMENTO DA EMPRESA	32
FIGURA 3 - DÍVIDA FINANCEIRA DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS – COMPARAÇÃO INTERNACIONAL....	35
FIGURA 4 - EMPRÉSTIMOS DA BANCA A EMPRESAS	36
FIGURA 5 - DEPÓSITOS À ORDEM E DEPÓSITOS A PRAZO DAS EMPRESAS	36
FIGURA 6 - FACTORING - CRÉDITO CONCEDIDO TOTAL E SOB GESTÃO (MILHARES DE EUROS).....	39
FIGURA 7 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE SOCIEDADES COTADAS NO NYSE ALTERNEXT	50
FIGURA 8 - N° DE EMPRESAS POR VOLUME DE NEGÓCIO 31 DE DEZEMBRO DE 2012	51
FIGURA 9 - N° DE EMPRESAS POR CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2012.....	51
FIGURA 10 - EMPRESAS POR SETOR (% CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA).....	52
FIGURA 11 - NÚMERO DE EMPRESAS COTADAS NO ALTERNEXT POR MERCADO DE ORIGEM (2012).....	55
FIGURA 12 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE O NÚMERO DE BANCOS COM QUE AS EMPRESAS TRABALHAM.	69
FIGURA 13 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE OS PRODUTOS UTILIZADOS PELAS EMPRESAS.	70
FIGURA 14 - RESULTADO DO INQUÉRITO SOBRE A QUESTÃO SE EXISTEM DIFICULDADES AO ACESSO DE FINANCIAMENTO BANCÁRIO.	72
FIGURA 15 - RESPOSTA AO INQUÉRITO À QUESTÃO SE A EMPRESA REALIZOU AUMENTO DE CAPITAL NOS ÚLTIMOS DOIS ANOS	74

ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1 - DISTRIBUIÇÃO PERCENTUAL DO INVESTIMENTO POR FONTES DE FINANCIAMENTO.....	32
QUADRO 2 - EMPRÉSTIMOS DO BEI POR SETOR	45
QUADRO 3 - RESUMO DOS GRUPOS DE QUESTÕES	62
QUADRO 4 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE A SEDE DA EMPRESA.....	64
QUADRO 5 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE O CARGO DO INQUIRIDO.....	65
QUADRO 6 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE O SETOR DE ATIVIDADE	66
QUADRO 7 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE O TIPO DE SOCIEDADE.....	66
QUADRO 8 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE O NÚMERO DE COLABORADORES	67
QUADRO 9 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE A DIMENSÃO / ESTATUTO DA EMPRESA	67
QUADRO 10 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE OS MERCADOS DE ATIVIDADE.....	67
QUADRO 11 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE AS FONTES DE FINANCIAMENTO UTILIZADAS.....	68
QUADRO 12 - RESULTADOS DO INQUÉRITO SOBRE A RELEVÂNCIA ATRIBUÍDA AOS PRODUTOS UTILIZADOS PELAS EMPRESAS	71
QUADRO 13 - RESULTADO DO INQUÉRITO SOBRE A RELEVÂNCIA DAS GARANTIAS PARA A OBTENÇÃO DOS FINANCIAMENTOS.....	72
QUADRO 14 - RESULTADO DO INQUÉRITO SOBRE AS DIFICULDADES NO ACESSO AO FINANCIAMENTO BANCÁRIO.....	73
QUADRO 15 - RESPOSTA AO INQUÉRITO SOBRE A MODALIDADE UTILIZADA NO AUMENTO DE CAPITAL	74
QUADRO 16 - RESPOSTA AO INQUÉRITO SOBRE OS MOTIVOS PARA A EMPRESA NÃO PONDERAR A ENTRADA DE NOVO CAPITAL.....	75
QUADRO 17 - RESPOSTA AO INQUÉRITO SOBRE AS FORMAS DE FINANCIAMENTO ALTERNATIVAS JÁ UTILIZADAS PELA EMPRESA.....	76
QUADRO 18 - RESPOSTA AO INQUÉRITO SOBRE AS FORMAS DE FINANCIAMENTO ALTERNATIVAS QUE A EMPRESA PONDERA UTILIZAR NOS PRÓXIMOS DOIS ANOS.....	77
QUADRO 19 - RESPOSTA AO INQUÉRITO SOBRE AS VANTAGENS DA ENTRADA NO MERCADO DO ALTERNEXT	78
QUADRO 20 - AUMENTO DO ENDIVIDAMENTO / AUMENTO DO RISCO	79
QUADRO 21 - SISTEMA JURÍDICO / ACESSO AO FINANCIAMENTO	79
QUADRO 22 - BENEFÍCIOS FISCAIS / DECISÕES DA ESTRUTURA DE CAPITAIS E FORMAS DE FINANCIAMENTO	80
QUADRO 23 - TEORIA DA ASSIMETRIA DA INFORMAÇÃO	81
QUADRO 24 - MATURIDADE DOS ATIVOS E MATURIDADE DO PASSIVO	81
QUADRO 25 - CLIMA MACROECONÓMICO / NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO DE CURTO E DE LONGO PRAZO	82
QUADRO 26 - RESPOSTA AO INQUÉRITO SOBRE O CLIMA MACROECONÓMICO.....	83

QUADRO 27 - KMO AND BARTLETT'S TEST	84
QUADRO 28 - VARIÂNCIA TOTAL EXPLICADA.....	85
QUADRO 29 - MATRIZ DAS COMPONENTES.....	85

INTRODUÇÃO

A atual conjuntura internacional de crise financeira e de recessão económica, provocaram consequências e mutações nas formas e condições de financiamento de toda a sociedade.

A crise do *subprime* iniciada nos Estados Unidos da América, e o efeito de contágio às restantes economias mundiais provocaram uma crise económica sem precedentes. A problemática que começou por afetar as empresas do setor financeiro, rapidamente condicionou a atuação da economia real e as dívidas soberanas.

Antes da entrada de Portugal na Comunidade Europeia em 1986, o setor financeiro português era relativamente pouco desenvolvido e existiam várias limitações e restrições ao funcionamento da sua atividade. Na década de 80 ocorreu a liberalização das instituições financeiras, que promoveu o aumento da concorrência e da inovação no setor financeiro. O início dos anos 90 e as perspetivas de integração da União Económica Monetária conduziram a uma acentuada redução das taxas de juro reais e nominais, estimulando o investimento do setor empresarial.

De acordo com informação do Banco de Portugal (BP) o endividamento das empresas não financeiras portuguesas aumentou significativamente desde 1995, principalmente através de empréstimos bancários. Este aumento significativo acontece tanto nos montantes, como no número de empresas a ter acesso ao crédito bancário. No entanto existe um elevado número de pequenas empresas que são inteiramente financiadas por capital próprio. Constata-se que apenas um pequeno número de empresas é financiado através dos mercados de capitais, quer através de ações ou de obrigações. O financiamento através de mercados de capitais é, em geral, utilizado apenas por grandes empresas.

O crédito fácil e barato que caracterizou a década de 90 e os primeiros anos de 2000, terminou, existindo atualmente graves dificuldades nas condições e acesso ao mercado de crédito. As empresas portuguesas apresentam um elevado nível de

endividamento e estão fortemente descapitalizadas. A atual conjuntura provocou uma redução da rendibilidade e correspondente aumento de necessidades de financiamento externo à empresa.

Marques (2008) defende o reforço do capital próprio através de uma cotação em bolsa como uma alternativa de financiamento com múltiplas vantagens, nomeadamente, o mercado Alternext, um segmento especializado para pequenas e médias empresas que está disponível na Bolsa portuguesa.

O Ministro de Estado e das Finanças do XIX Governo Constitucional de Portugal, Vítor Gaspar na Intervenção no Fórum de Bolsa de 2011 refere que “O financiamento através da bolsa constitui uma fonte de recursos adicional para as empresas, que acresce às outras opções existentes, nomeadamente ao recurso ao crédito bancário e a uma base mais limitada de acionistas ... a diversificação das fontes de financiamento dos agentes económicos portugueses é um caminho que devemos percorrer”.

A importância dos Mercados de Capitais para o financiamento e desenvolvimento das PME vem sendo discutido desde a Agenda de Lisboa (plano de desenvolvimento estratégico da União Europeia) em 2000, pois desempenham um papel crucial no arranque e no desenvolvimento de novas empresas e, por conseguinte, no nível de criação de postos de trabalho na União Europeia.

A baixa importância dos mercados financeiros no financiamento das empresas, quando comparado com o financiamento bancário, é comum na maioria dos países Europeus e são características do Modelo Continental (Batista, 2009) em contraste com o que acontece em países como os Estados Unidos e o Reino Unido (Modelo Anglo-Saxónico).

O Modelo Continental é um modelo de *Corporate Governance* típico nos países Europeus cujas principais características são a concentração do capital em poucos indivíduos que normalmente agregam as funções de gestão e de decisão, o financiamento bancário é muito relevante no financiamento das empresas e o papel da bolsa reduzido.

O Modelo Anglo-Saxónico, é um modelo comum nos países Anglo-Saxónicos e baseia-se no conceito de capitalismo de mercado. A estrutura de capitais é dispersa por vários indivíduos que, por norma, não possuem intervenção na gestão da empresa, o financiamento bancário não tem um papel tão relevante como no Modelo Continental e o papel da bolsa é muito importante.

Através do questionário será possível observar de qual dos Modelos as empresas do distrito do Porto mais se aproximam.

O presente trabalho culmina com a realização de um questionário às Pequenas e Médias Empresas (PME) do distrito do Porto. A escolha das empresas do distrito do Porto para objeto de estudo deve-se ao fato do investigador pretender conhecer e caracterizar as empresas que o rodeiam e com que se relaciona no dia-a-dia a nível profissional.

O distrito do Porto conforme a Figura 1 é composto por 18 concelhos: Amarante, Baião, Felgueiras, Gondomar, Lousada, Maia, Marco de Canaveses, Matosinhos, Paços de Ferreira, Paredes, Penafiel, Porto, Póvoa de Varzim, Santo Tirso, Trofa, Valongo, Vila do Conde e Vila Nova de Gaia.

Figura 1 - Concelhos do distrito do Porto



Fonte: Freguesias de Portugal

O distrito do Porto é um dos principais distritos de Portugal, em termos de população e de relevância económica, possuindo um tecido empresarial com milhares de empresas. O distrito possui uma boa rede de infraestruturas e meios de comunicação (aeroporto, porto e autoestradas) que facilitam a localização e a atividade das empresas.

A escolha das PME para objeto de estudo deve-se à grande importância que possuem na sociedade e na economia. De acordo com o estudo do INE Empresas em Portugal 2012, as PME representavam 99,9% do número total de empresas, empregavam 78,1% de pessoas e tinham 57,6% do volume de negócios. A desagregação pela localização da sede das PME, nesse estudo foi feita de acordo com a NUTS II (Nomenclatura Comum das Unidades Territoriais Estatísticas) que divide Portugal em Norte, Centro, Lisboa Alentejo, Algarve, Região Autónoma dos Açores e Região Autónoma da Madeira. As empresas com sede no Norte (que inclui o distrito do Porto) são as que possuem o maior número de empresas, o maior número de pessoas ao serviço e o maior valor de volume de negócios.

No presente trabalho foi utilizada por definição de PME a recomendação nº 2003/361/CE que caracteriza as empresas de acordo com três critérios: número de trabalhadores, volume de negócio e total do balanço anual. De acordo com estes critérios, as micro, pequenas e médias empresas (PME) são definidas da seguinte forma:

- Empregam menos de 250 pessoas;
- Têm um volume de negócios anual que não exceda os 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não exceda 43 milhões de euros;
- Respeitem o princípio da independência, o que significa que 25% do capital ou dos direitos de voto não devem ser propriedade de uma empresa, ou conjuntamente, de várias empresas que não se enquadram na definição de pequena e média empresa ou de pequena empresa.

Por contraponto a definição de grande empresa abrange todas as empresas que ultrapassam os limites acima definidos.

O trabalho tem por objetivo conhecer e analisar as formas de financiamento e produtos mais utilizadas pelas PME do distrito do Porto, perceber a aceitabilidade e

propensão à utilização de formas de financiamento alternativas, compreender quais as principais dificuldades das empresas no acesso ao crédito bancário e no desenvolvimento das suas atividades.

Para atingir os objetivos propostos foi elaborado um questionário, tendo por base a revisão da literatura efetuada, e enviado para cerca de 1600 empresas por correio eletrónico entre o período de dezembro de 2012 e janeiro de 2013.

O trabalho está estruturado em quatro capítulos, o primeiro capítulo é precedido da presente introdução onde é apresentado e enquadrado o objeto de estudo.

O primeiro capítulo pretende realizar uma revisão da literatura existente sobre a temática do financiamento, nomeadamente as proposições de Modigliani e Miller, a teoria do *trade-off*, teoria do *peacking order*, teoria do *market timing*, a maturidade dos ativos e maturidade do passivo e outras abordagens existentes sobre a estrutura de capital. Algumas destas teorias vão servir de suporte às questões formuladas no inquérito elaborado e apresentado às empresas.

O segundo capítulo apresenta os tipos de financiamento utilizados pelas empresas. Salienta-se inicialmente o papel do autofinanciamento, forma de financiamento interno capaz de impulsionar investimentos futuros das empresas. De seguida, é apresentado o crédito comercial, forma de financiamento informal e alternativo baseado nas relações comerciais entre as empresas. O crédito bancário é tido como uma forma de financiamento mais tradicional e também mais utilizada pelas empresas, sendo explicitados os produtos mais usados (conta corrente, desconto comercial, *leasing* / *renting*...). Por fim, são apresentadas outras formas de financiamento alternativas e menos utilizadas pelas PME (emissões de papel comercial, empréstimos obrigacionistas, capital de risco, *business Angel*, *crowdfunding*, adesão ao mercado de capitais, entre outras). As empresas serão questionadas sobre quais destas formas de financiamento e produtos utilizam e serão estabelecidas escalas de preferências relativas às suas escolhas.

No capítulo três é apresentada a metodologia adotada no trabalho para tratamento dos resultados do inquérito. No capítulo quatro são apresentados e

comentados os resultados do questionário com recurso a uma Análise Descritiva das variáveis e Análise de Componentes Principais à Análise Fatorial (ACPAF).

Por fim, são apresentadas as principais conclusões do estudo e algumas limitações e perspetivas futuras de investigação a desenvolver.

Capítulo 1 – A temática do financiamento

No presente capítulo pretende-se apresentar alguma da literatura mais relevante acerca da temática do financiamento e da sua importância para a escolha da estrutura e decisões de financiamento de uma empresa.

A estrutura de capitais teve a primeira abordagem analítica mais rigorosa com Durand (1952), que defende duas abordagens teóricas para medir o impacto da estrutura de capitais no valor da empresa, sendo as duas teorias a *Net Income Method* e a *Net Income Operating Method*.

A *Net Income Method* defende que o risco inerente aos ativos de uma empresa não se modifica com a sua forma de capitalização, o que provoca que a estrutura de capitais da empresa seja irrelevante.

De acordo com esta teoria, à medida que as empresas se endividam, o risco aumenta para os acionistas e para os detentores da dívida, sendo exigido um prémio maior para os seus investimentos.

Em contraponto, a *Net Income Operating Method*, também designada corrente tradicionalista, defende que a estrutura de capitais influencia o valor da empresa. O custo do capital mantém-se estável até determinado nível de endividamento, a partir do qual se eleva devido ao aumento do risco. A estrutura ótima de capital acontece quando o custo do capital atinge o valor mínimo, e como tal, maximiza o valor da empresa.

1.1 - As proposições de Modigliani e Miller

A moderna teoria financeira tem a sua origem em Modigliani e Miller (1958), em que os autores consideram duas Proposições que definem a escolha da estrutura ótima de capital.

A Proposição I defende que a estrutura de capital é irrelevante para a determinação do valor de mercado da empresa. Esta proposição tem por base os seguintes pressupostos:

- A inexistência de custos de transação;
- Os indivíduos podem conceder ou contrair empréstimos à taxa de juro sem risco;
- Não há custo de falência das empresas;
- Sempre que há emissão de dívida (obrigações) é para recomprar ações ou sempre que há emissão de ações é para amortizar dívida;
- Os gestores procuram sempre maximizar os recursos dos acionistas (não há custos de agência);
- A ausência de impostos.

A Proposição II, explicita o mecanismo por meio do qual o custo médio ponderado do capital permanece constante independentemente das proporções de dívida e de capital próprio, isto é, a rendibilidade de uma ação de uma empresa alavancada é igual à rendibilidade de uma ação de uma empresa financiada unicamente por capitais próprios mais um prémio de risco.

Os autores concluíram, que a inclusão de impostos sobre as empresas, é indiferente à escolha da estrutura de capitais.

1.2 - Teoria do Trade-Off

A incidência de impostos sobre o rendimento das empresas e a possibilidade de deduzir o pagamento de juros aos lucros tributáveis altera radicalmente esta perspectiva, pelo que os mesmos autores (Modigliani e Miller, 1963) concluíram que a incidência de impostos sobre o rendimento das empresas e a possibilidade de deduzir o pagamento de juros origina um benefício fiscal, contribuindo positivamente para o valor da empresa, por outro lado, este fator levaria as empresas a serem totalmente financiadas por dívida, não fossem os custos de falência e outros associados à dívida.

Esta dualidade na decisão da estrutura de capital ficou conhecida como teoria do “*trade-off*” que estabelece que existe um rácio ótimo de endividamento que maximiza o valor das empresas, foi demonstrado matematicamente por Stiglitz (1969).

1.3 - Teoria do Pecking Order

A teoria *pecking order* foi desenvolvida pelos trabalhos de Donaldson, (1961), Myers (1984), e Majluf (1984). Os seus trabalhos assentam na ideia que os gestores dispõem de mais informação sobre as empresas do que os investidores externos, pelo que é possível estabelecer uma hierarquia ótima quanto ao tipo de financiamento. Nesta perspetiva, as empresas preferem utilizar primeiro lucros não distribuídos, em segundo lugar, emitir dívida e, só por fim, recorrer à emissão de capital.

Majluf (1984) sugeriu que ações da empresa poderão estar incorretamente avaliadas pelo mercado, ou seja, subavaliadas ou sobreavaliadas. Numa situação de subavaliação das ações, o recurso a um aumento de capital para financiar um novo projeto, permite aos novos acionistas apropriarem-se de uma riqueza superior ao Valor Atual Líquido previsto, e em contrapartida, da perda de riqueza por parte dos atuais acionistas, repercutindo-se na rejeição de projetos de investimento, mesmo que tenham um Valor Atual Líquido positivo.

Myers (1984) e Majluf (1984) concluíram que existem dois tipos de informação pela qual os concorrentes se interessam: uma referente ao valor dos ativos reais da empresa, e outra à forma como é gerado esse valor dentro da empresa.

Os mesmos autores introduziram a interação da informação assimétrica entre os dirigentes e os investidores nas decisões de investimento e financiamento. Os pressupostos admitidos pelos autores são:

- A empresa detém ativos e oportunidades de investimento reais, que serão financiadas parcial ou totalmente pela emissão de ações;
- O valor dos capitais próprios para o financiamento depende do autofinanciamento;
- Os dirigentes das empresas detêm mais informação que os potenciais investidores, e estes interpretam racionalmente a informação que detêm sobre a empresa num contexto de decisão de investimento, isto é, a informação encontra-se parcialmente distribuída, mas é perfeita e eficiente;

- Não existem custos de emissão para os títulos (ações e obrigações).

Myers (1984) e Majluf (1984), relacionaram a opção de financiamento entre o endividamento e a emissão de ações, demonstrando que o problema de subinvestimento da empresa poderá ser ultrapassado pela alteração da estratégia da política de financiamento.

Os autores concluíram que, por um lado, é preferível a emissão de dívida segura à emissão de dívida com risco, considerando dívida sem risco, aquela que corresponde à diferença entre o valor dos títulos de dívida em presença de informação perfeita. Por outro lado, as empresas utilizam dívida segura, tal como o autofinanciamento, para financiarem oportunidades de investimento, uma vez que lhes permite prosseguir com os projetos rentáveis em relação às empresas que recorrem à dívida com risco. Por fim, quando os dirigentes que detêm informação decidirem financiar as oportunidades de investimento com a emissão de ações, o valor de mercado da empresa tende a diminuir.

Myers (1984), referiu que a estrutura de capitais de uma empresa não se avalia no nível ótimo de endividamento que maximiza o valor da empresa, tratando-se do efeito acumulado das decisões ótimas sucessivas das fontes de financiamento segundo uma hierarquia, por forma a minimizar os custos originados pela assimetria de informação.

Em suma, a hierarquia das fontes de financiamento resulta do facto de as empresas ao sinalizarem sobre o valor dos seus ativos e oportunidades de investimento ao mercado por intermédio da sua estrutura de capitais, preferiram financiar o seu crescimento com fundos gerados internamente, através da retenção dos excedentes de fundos gerados por projetos viáveis, já que por este meio não enfrentam qualquer problema de seleção adversa. No caso de a empresa não dispor de autofinanciamento, então recorre ao financiamento externo (dívida), seguido do recurso à emissão de ações, embora sejam fontes de financiamento com características do problema de seleção adversa, mas na dívida apresentam-se com uma magnitude menor face à emissão de ações (Myers, 1984).

1.4 - Teoria do Market Timing

Em 2003 surgiu uma outra explicação sobre as decisões de estrutura de capital, a teoria do *market timing*, de acordo com a qual os gestores tendem a emitir ações quando perspetivam que o mercado de capitais está mais favorável, explorando as assimetrias de informação para beneficiarem os acionistas atuais (Korajczyk, Levy, 2003; Lucas, McDonald, 1990).

De acordo com Frank e Goyal (2007), a teoria do *market timing* tem os seguintes pressupostos:

- se nenhuma alternativa for favorável, o gestor adia a decisão de financiamento o máximo possível;
- se existirem condições favoráveis excepcionais no mercado, ele vai aproveitar mesmo que não existam necessidades de financiamento prementes.

Lucas e McDonald (1990) construíram um modelo empírico que valida parcialmente o enunciado na teoria do *market timing*:

- a emissão de ações, em média, é precedida por um período de retorno anormal positivo dos títulos, apesar de para algumas empresas esse período ser de retornos negativos;
- a emissão de ações são maiores em períodos em que o mercado acionista está em crescimento.

Segundo Korajczyk e Levy (2003) as alterações das condições macroeconómicas, tais como variações no preço relativo dos ativos, leva as empresas a escolherem estruturas de capitais diferentes ao longo do tempo.

1.5 - Outras abordagens sobre a estrutura de capital

Vários estudos referem que as Pequenas e Médias Empresas se encontram financeiramente mais constrangidas que as empresas de maior dimensão, sendo-lhes

também mais difícil o acesso ao crédito junto de instituições financeiras (Demirguc-Kunt e Beck, 2006).

Os autores Marsch, Schmieder, e Aerssen (2010) consideram que a consolidação do setor bancário, associada à desaceleração da economia, tem suscitado preocupações, por parte das empresas, na reestruturação do seu passivo. Estes factos acabam por ter um maior peso em países com um fraco mercado bolsista, onde a banca se apresenta como a única fonte de financiamento das empresas, como é o caso de Portugal (Serrasqueiro e Nunes, 2012).

Os crescentes estudos em torno das PME são incentivados pelo reconhecimento deste tipo de empresas no desenvolvimento económico de um país (Daskalakis e Psillaki, 2009). Os autores Marsch, et al. (2010), consideram que as PME são a espinha dorsal da economia alemã, situação semelhante acontece em Portugal.

Daskalakis e Psillak, (2009) consideram que o sistema jurídico desempenha um papel fundamental na disponibilidade de financiamento externo de uma empresa, com especial relevância nas PME, sendo que, tal como notaram (Demirguc-Kunt e Beck, 2006), países com sistemas jurídicos mais ágeis e desenvolvidos apresentam uma maior facilidade de acesso ao crédito por parte das suas empresas quando comparados com países que apresentam um sistema jurídico menos desenvolvido e menos capaz de responder rapidamente às necessidades das empresas nos seus mais diversos âmbitos de atuação.

Michaelas, Chittenden e Poutziouris, (1999), consideram que as teorias de estrutura de capital são muito variadas, pelo que podem ser classificadas em três categorias: teorias baseadas na fiscalidade; teorias do custo de agência; teorias da assimetria de informação e sinalização.

1.5.1 - Teorias baseadas na fiscalidade

Michaelas et al. (1999) consideram que, de acordo com a teoria da fiscalidade, quando as empresas têm de pagar impostos, é esperado que as mesmas substituam o capital próprio por capital alheio, pelo menos até ao ponto de saturação dos capitais alheios. Contudo, nas suas decisões de estrutura de capital as empresas não seguem sempre esta teoria. Michaelas et al (1999) realizaram um estudo a 3.500

empresas do Reino Unido, durante o período de 1986 a 1995, uma das conclusões retiradas foi que os proprietários das pequenas empresas não consideram os efeitos fiscais nas decisões relativas à estrutura de capital de curto prazo. O mesmo já não se verifica relativamente ao longo prazo, tendo os autores verificado a existência de alguma evidência da consideração, para a adoção de endividamento de longo prazo, dos benefícios fiscais obtidos com a adoção dessa fonte de financiamento.

No estudo realizado por Garcia e Mira (2008) a 3.569 PME não financeiras espanholas, verificou-se que não era o facto de as PME terem de pagar impostos, que faria aumentar o seu rácio de endividamento. Os autores indicam, como possível causa para esta situação, as restrições financeiras que afetam este tipo de empresas.

A par da importância da fiscalidade nas decisões de estrutura de capitais, há a considerar a relevância dos custos de falência, pois de acordo com vários autores (Fama e French, 2002) as decisões de estrutura de capitais são realizadas com base num *trade-off* entre os benefícios fiscais e os custos de falência associados à dívida.

Na estrutura de capital podemos aplicar diversas teorias, no entanto, Daskalakis e Psillaki (2009) consideram que a teoria baseada nos impostos, e a teoria da agência são relevantes na escolha do financiamento.

Os autores Jong, et al., (2008), num estudo realizado em 42 países, concluíram que nos países com maior estabilidade e melhores condições jurídicas as empresas optam por um maior endividamento, uma vez que os agentes económicos sentem uma maior proteção por parte do sistema jurídico.

Pettit e Singer (1985) consideram que as questões fiscais são de pouca importância para as PME, porque estas empresas são menos suscetíveis de gerar elevados lucros e, portanto, são menos propensas ao uso do benefício fiscal da dívida.

1.5.2 - Teoria do custo de agência

Os diferentes tipos de investimento exigem diferentes tipos de financiamento. Por vezes, devido à sua dimensão, as empresas não obtêm a fonte de financiamento mais adequada ao tipo de investimento desejado. De acordo com García-Teruel e Martínez-Solano (2010), as empresas de maior dimensão conseguem obter crédito mais facilmente, com melhores condições, que as empresas de menor dimensão.

Por conseguinte, as empresas de maior dimensão acabam por ser intermediárias entre os bancos e as empresas de menor dimensão, ao concederem crédito por intermédio das transações comerciais entre elas.

Os custos financeiros dependem dos tipos de ativos que a empresa investe. Por exemplo, se uma empresa tem grandes investimentos em terrenos, equipamentos e outros bens tangíveis, a mesma terá menores custos financeiros que uma empresa que invista em bens intangíveis (Daskalakis e Psillaki, 2009). Os autores Michaelas et al (1999) consideram que, quando as empresas oferecem, os seus ativos fixos para garantir a dívida, há cinco vezes mais hipóteses desta ser contraída.

Isto implica que os bancos colocam maior mérito nas imobilizações corpóreas, como garantia dos empréstimos concedidos, para minimizarem o risco envolvido (Michaelas, et al, 1999).

Devido aos elevados custos de transação de montantes fixos e à elevada assimetria de informação, as pequenas empresas, pelos menores recursos que procuram, enfrentam maiores custos de transação e superiores prémios de risco (García-Teruel e Martínez-Solano, 2004). Esta situação deve-se ao facto de apresentarem informações contabilísticas mais opacas e oferecem garantias colaterais de menor qualidade (Demirguc-Kunt e Beck, 2006). No entanto, não podemos deixar de referir a importância do acesso ao financiamento por parte das PME, uma vez que facilita a entrada, internacionalização e crescimento das empresas, sendo essencial para o processo de desenvolvimento (Demirguc-Kunt e Beck, 2006).

Michaelas et al, (1999) consideram que os custos de agência são maiores nas empresas de menor dimensão, levando o proprietário a correr riscos mais elevados e de forma isolada, especialmente, nos primeiros anos, quando a sobrevivência da empresa está em jogo.

Além disso, as soluções para os problemas de agência são relativamente mais caras nas pequenas empresas, elevando desta forma o custo das transações, entre as pequenas empresas e os seus credores ou acionista (Jensen e Meckling, 1976). Por outro lado, o acompanhamento poderá ser mais difícil e dispendioso no que respeita às pequenas empresas, uma vez que estas não têm a obrigação de divulgar informações

privilegiadas para o exterior, tal como acontece normalmente com as grandes empresas, o que permitiria reduzir os custos de agência (Michaelas et al, 1999).

1.5.3 - Teoria da assimetria de informação e sinalização

Relacionado com o custo de financiamento está a qualidade de informação que a empresa produz para o exterior (Fama, French, 2002), defendem que os problemas de assimetria de informação e outros custos de financiamento reforçam o modelo *trade-off*, utilizando-se os dividendos como opção de financiamento primordial.

Já a teoria do *Pecking Order* sugere que o uso de recursos externos está muito relacionado com a rentabilidade da empresa, com base no facto das empresas usarem recursos gerados internamente como principal fonte de financiamento (Harris e Raviv, 1991). Contudo, várias PME utilizam fontes de financiamento externas, porque têm baixos, ou nulos, níveis de lucro (Michaelas et al, 1999).

Neste sentido, Myers (2001) defende que, as empresas que apresentem lucros elevados têm uma dívida reduzida, assim como, lucros baixos são sinónimos de dívidas elevadas.

Fama e French (2002), defendem que os modelos *trade-off* e *Pecking Order* preveem que as empresas com maior volatilidade nos seus lucros, bem como nos seus *Free Cash Flows*, ou com maiores níveis de investimento, tenham uma menor alavancagem e, consecutivamente, uma menor distribuição de lucros.

Os mesmos autores consideram ainda que, segundo o modelo de *trade-off*, as empresas mais rentáveis têm mais necessidade de disciplinar a distribuição de lucros para, dessa forma, controlar o problema de agência criado pelos *Free Cash Flows*.

No modelo de *pecking order*, os ativos mais rentáveis permitem às empresas pagarem melhores salários e efetuarem distribuições de maiores montantes de lucros, mantendo uma elevada capacidade de endividamento, com baixo risco, para financiar o investimento. Assim, e ainda por diferentes razões, ambos os modelos, *trade-off* e *pecking order* possibilitam, nas empresas mais rentáveis, um maior número de fontes de financiamento.

As PME são mais dependentes dos recursos internos e financiamentos de curto prazo. Por outro lado são mais voláteis e, como tal, mais expostas à falência (Serrasqueiro e Nunes, 2012), apesar de Michaelas et al (1999) considerarem que não são significativas as diferenças entre o risco de falência de uma PME e o risco de falência de uma grande empresa.

A maturidade das empresas, segundo Garcia e Mira (2008), está correlacionada negativamente com o rácio de endividamento, na medida em que as empresas mais velhas, possuem mais lucros retidos e, consecutivamente, menos endividamento (Michaelas et al, 1999).

Serrasqueiro e Nunes (2012) defendem que a necessidade, por parte das PME jovens, financiarem as oportunidades de crescimento, no início do seu ciclo de vida, com dificuldades na geração de financiamento interno e os consideráveis problemas que enfrentam no acesso a fontes de financiamento externo pode contribuir, de forma decisiva, para as PME jovens se tornarem excessivamente dependentes do recurso à dívida de curto prazo. O que, em alguns casos, pode provocar desequilíbrios financeiros graves para as empresas, levando-as à saturação de crédito. Os mesmos autores defendem que, para estas empresas, a grande dependência criada, relativamente ao endividamento de curto-prazo, pode causar um esforço financeiro excessivo, provocado pelo curto espaço de tempo para liquidar a dívida. Os autores referem ainda que esta situação possivelmente poderá impedir as jovens PME de aproveitar boas oportunidades de investimento e, portanto de crescimento.

Serrasqueiro e Nunes (2012) realizaram um estudo envolvendo 495 jovens PME e 1.350 PME com alguma maturidade no mercado, para o período de 1999 a 2006, concluíram que as jovens PME com maior rentabilidade, reduzem o nível de endividamento de curto prazo em maior proporção que as PME com mais maturidade. Relativamente ao endividamento de longo prazo, as jovens PME com maior rentabilidade reduzem o nível de endividamento de longo prazo em menor proporção que as PME com maior idade.

Desta forma, pode-se concluir que são fatores determinantes para as PME jovens aumentarem o uso de dívida de curto prazo a maior idade, o maior tamanho, e os maiores níveis de propriedades de investimento.

Baas e Schrooten, (2006), consideram que as PME comparativamente com as grandes empresas estão mais dependentes do relacionamento que mantêm com os bancos, pelo facto de a informação contabilística produzida não ser de tão elevada qualidade. Situação, que de acordo com Matias, (2009) leva a que os custos de financiamento sejam superiores para as PME.

A implementação do Sistema de Normalização Contabilístico (SNC) a informação contabilística acabará por se tornar mais credível e homogénea, inclusive a nível das PME. No entanto, este fator poderá não ser suficiente para reduzir os custos de financiamento que estas empresas enfrentam, devido ao risco que comportam e à sua capacidade de mudar a composição dos ativos. Hall et al (2004), consideram que a assimetria de informação e a sinalização desempenham um papel importante nas decisões de financiamento e na concessão de empréstimos. Este papel varia proporcionalmente em função das relações que as empresas têm com os bancos. Garcia e Mira (2008), concluíram que as PME enfrentam elevados custos de informação, o que as impede de recorrerem a outras fontes de financiamento, para além dos tradicionais empréstimos bancários de curto e longo prazo. Os mesmos autores salientam que os custos derivados da assimetria de informação, nos mercados de crédito, restringem as PME no acesso ao financiamento junto das instituições financeiras. Os relatórios de contas apresentados, devido à inexistência de uma entidade fiscalizadora ativa, revelam uma menor qualidade da informação e, conseqüentemente, um menor controlo por parte dos agentes externos. Esta é uma das razões para as PME se encontrarem realmente bastante dependentes do financiamento interno, sendo este, aparentemente, a sua fonte de financiamento primária.

De acordo com Myers (1976), a empresa a partir de um determinado nível de endividamento não deve contrair mais empréstimos, a não ser que esteja disposta a pagar uma taxa de juro superior por esse capital. O autor designa este ponto como o ponto de racionamento de crédito, o qual não dependerá de imperfeições do mercado,

mas sim de excessivo endividamento da empresa, limitando o seu acesso a novos créditos. A empresa pode encontrar uma oferta, e suportar um custo superior pelo empréstimo, mas o montante de crédito disponível será reduzido.

Myers (1976) defende que, para a maioria dos credores, o que está em causa é a continuidade da empresa e não o ativo financiado de forma isolada. Ou seja, o valor do empréstimo passa a depender mais, do valor da empresa em funcionamento, do que propriamente dos ativos a financiar de forma isolada.

Segundo Myers (1976) “tanto quanto eu posso ver, a teoria tradicional das finanças indica que as empresas não devem financiar ativos de longo prazo com dívida de curto prazo ou, os bens de curta duração com a dívida de longo prazo”.

Hall et al (2004) defendem que fruto dos custos de transação fixos e da dívida de longo prazo sem risco, as pequenas empresas têm mais problemas no aumento deste tipo de dívida. A dívida de longo prazo está positivamente relacionada com o tamanho da empresa. Na ausência de dívida de longo prazo, as pequenas empresas contraem mais endividamento de curto prazo e isso estará negativamente relacionado com o tamanho da empresa. Esta ideia também foi defendida pelos autores Michaelas et al (1999), referindo que as PME estão muito dependentes do endividamento de curto prazo.

Os dados macroeconómicos do país também influenciam o tipo de endividamento das empresas. Michaelas et al (1999) consideram que em períodos de recessão económica as empresas recorrem mais ao endividamento de curto prazo para responderem a problemas momentâneos de tesouraria. Durante esses períodos de abrandamento económico, os grandes investimentos tendem a ser adiados. Quando a economia começa a crescer e as empresas aumentam os lucros, liquidam os financiamentos de curto prazo, e começam a implementar os grandes investimentos que haviam sido adiados, aumentando assim o endividamento de longo prazo.

Segundo Serrasqueiro e Nunes (2012), os efeitos da credibilidade, reputação, e o nível de ativos corpóreos, associados à maior idade, são fatores particularmente importantes na redução dos problemas de assimetria de informação, permitindo que as PME obtenham melhores condições de crédito.

1.6 - Maturidade dos ativos e maturidade do passivo

A maturidade do passivo das empresas deverá encontrar-se alinhada com a maturidade dos seus ativos. Neste sentido, investimentos em ativos não correntes devem ser financiados por dívida não corrente e/ou capitais próprios (capitais permanentes), enquanto as atividades de exploração deverão ser financiadas com recurso a dívida de curto prazo. No entanto, as diversas teorias de estrutura de capitais sugerem-nos distintas posições face a este tema.

Enquanto as teorias da sinalização (Flannery, 1986) e dos custos de agência (Myers, 1976) são favoráveis a uma predominância do recurso a dívida de curto-prazo, as teorias baseadas na fiscalidade são favoráveis ao financiamento de médio-longo prazo (Brick e Ravid, 1991).

Myers (1976), defende que as empresas que apresentam uma estrutura de ativos mais diversificada conseguem obter o financiamento de que necessitam em condições mais vantajosas, relativamente a empresas em situação diferente. Segundo este autor, o alinhamento entre a dívida e a estrutura de ativos permite uma redução do risco para os financiadores e, conseqüentemente, menores custos com a obtenção do crédito por parte das empresas, acrescentando que a maturidade dos financiamentos deva ser menor com a diminuição do valor dos ativos não correntes, pela via da amortização e depreciação a que estão sujeitos.

Hart e More (1994) defendem que o alinhamento entre a dívida e a estrutura de ativos permite uma redução do risco para os financiadores, uma vez que, permite que os financiamentos sejam amortizados pelos lucros gerados pelos ativos que lhes estão subjacentes, ao longo de todo o período, o qual se espera que seja a sua vida útil.

As posições destes dois autores são comprovadas pelo estudo conduzido por Graham e Harvey (2001), que através de um inquérito a 392 *Chief Financial Officer's* (CFO's) – concluíram que as PME procuram financiar os seus investimentos com dívida, cuja maturidade seja similar à dos ativos que a mesma irá financiar.

No entanto, apesar do grande desenvolvimento atual dos estudos acerca da estrutura de capital e de este campo compreender uma grande variedade de abordagens teóricas, nenhuma delas é universalmente e consensualmente aceita, nem amplamente aplicada pela generalidade das empresas (Daskalakis e Psillaki, 2009).

Capítulo 2 – Tipos de financiamento

O financiamento é essencial para as empresas, poderem expandir qualquer parte da sua atividade, quer seja para investigação, para produzir, para financiar stocks, para promoção internacional, sendo que as empresa não têm capacidade, por norma, para fazer isso apenas com os recursos que geram, para isso é necessário ter fontes de financiamento a um custo razoável para desenvolver essas atividades.

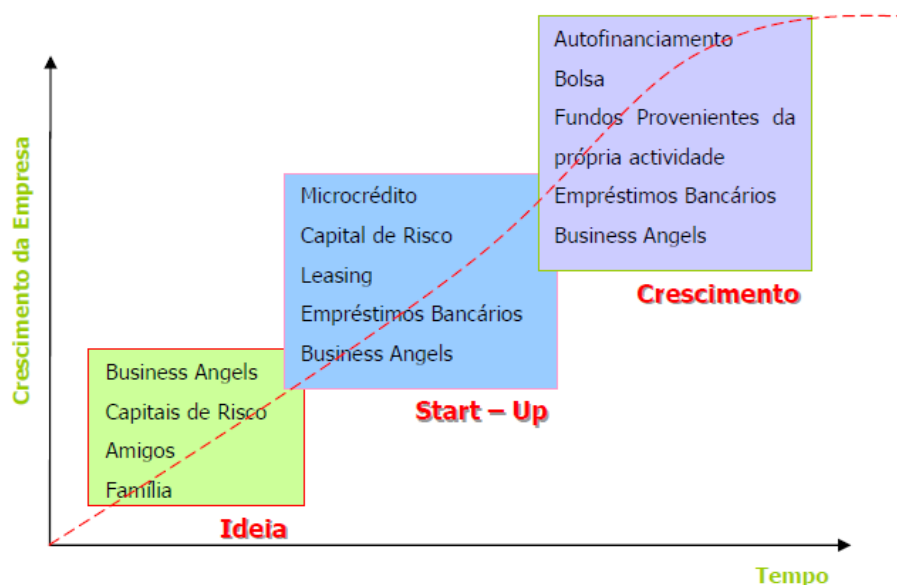
De forma simplista, o financiamento das empresas pode ser dividido da seguinte forma, tendo em conta a sua origem:

- Financiamento interno - financiamento através do autofinanciamento, isto é, pela retenção dos lucros obtidos, da gestão mais eficiente dos ativos (corrente e não correntes) ou do controlo racional de custos.
- Financiamento externo - financiamento através de capitais alheios (créditos de fornecedores, empréstimos bancários, linhas de crédito, *leasing* e *factoring*) através de capitais próprios (aumento de capital, business angels, capital de risco e recurso ao mercado de capitais).

As empresas devem conhecer e escolher formas de financiamento diversificadas e alternativas que melhor se adaptem às suas necessidades.

De acordo com a Figura 2, as fontes e formas de financiamento tipicamente mais utilizadas variam com o crescimento da empresa e ao longo do tempo. Privilegiamos neste trabalho as fontes de financiamento disponíveis para empresas em fase de crescimento e *start-up*.

Figura 2 - Fontes de financiamento de acordo com a fase de crescimento da empresa



Fonte: Silva, (2007) Manual do empreendedor.

O Quadro 1 agrega a informação do Inquérito Qualitativo de Conjuntura do Investimento de outubro de 2010 e de outubro de 2013 é possível constar que o Autofinanciamento constitui a principal fonte de financiamento com um crescimento de 8,9 pontos percentuais entre 2010 e 2013.

O Crédito Bancário é a segunda fonte de financiamento mas com uma quebra de 11,5 pontos percentuais, fruto das dificuldades de acesso ao crédito pelas empresas e ao seu custo.

Quadro 1 - Distribuição percentual do investimento por fontes de financiamento.

Ano	Auto Financiamento	Crédito Bancário	Ações e Obrigações	Empréstimos do Estado	Fundos UE	Outros
2010	59	28,6	0,3	1,2	4	6,8
2011	60,1	26,5	0,3	0,8	4,6	7,7
2012	65,7	18,4	0,5	0,7	4,6	10,2
2013	67,9	17,1	0,2	0,6	4,1	10,1

Fonte: Elaboração própria, dados do INE - Inquérito Qualitativo de Conjuntura do Investimento outubro de 2010, outubro de 2012 e outubro de 2013.

De notar que os dados agregam respostas de empresas de todas as dimensões, não se limita portanto a PME.

2.1 – O autofinanciamento

O autofinanciamento é uma forma de financiamento interno, representa os fundos financeiros libertados pela atividade da empresa e que ficam disponíveis para financiar a realização de novos projetos de investimento.

Silva Júnior (2012) considera as seguintes vantagens no recurso ao autofinanciamento:

- redução da dependência da empresa ao capital alheio;
- melhoria da rentabilidade;
- aumento do poder negocial e taxas de juros mais atrativas no momento de recorrer ao financiamento externo;
- permite desenvolver projetos que de outra forma não seriam possíveis iniciar.

Alcarva (2011), aponta as seguintes desvantagens ao autofinanciamento:

- a acumulação excessiva de recursos pelo autofinanciamento pode provocar o investimento em projetos desaconselháveis economicamente;
- a permanente utilização do autofinanciamento pode provocar uma reação de aversão a qualquer tipo de endividamento, recusando oportunidades de investimento por falta de capital;
- o autofinanciamento poderá provocar uma diminuição dos dividendos distribuídos.

O autofinanciamento é por muitas empresas considerada a primeira escolha de financiamento a ser considerada no processo de decisão da forma de financiamento a utilizar.

2.2 – Crédito comercial

O crédito comercial é uma fonte de financiamento de natureza informal, em que as condições não estão definidas legalmente, estando a operação de crédito relacionada com um ato comercial. O crédito comercial é concedido através do adiamento da cobrança da dívida decorrente de uma transação de bens ou serviços, em consequência da atividade da empresa (Oliveira, 2011).

Oliveira, (2011) considera o crédito comercial como uma forma de financiamento alternativo em que as empresas não financeiras com maior capacidade de acesso ao mercado de capitais são fornecedoras de crédito para outras empresas suas clientes, com menos capacidades de se financiarem, através do adiamento da cobrança das dívidas.

2.3 – Crédito bancário

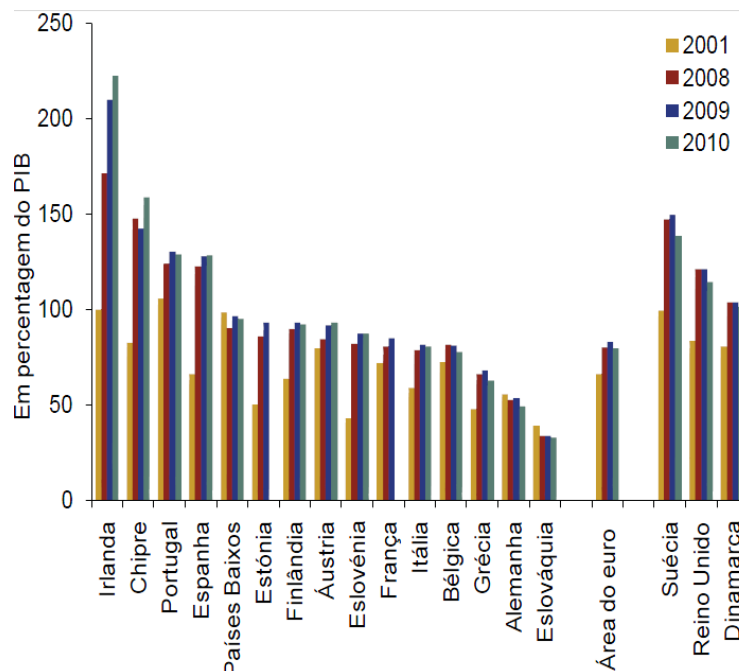
As empresas após o início da área do euro tiveram acesso ao crédito bancário a custos significativamente mais baixos do que anteriormente, o que contribuiu para o aumento dos rácios de endividamento (em percentagem do PIB e em percentagem do capital) para níveis elevados, quer em termos absolutos quer por comparação com a média da área do euro.

A

mostra que a dívida financeira das sociedades não financeiras tem vindo a aumentar em percentagem do PIB de cerca de 100% em 2001 para cerca de 125% em 2010. Portugal é o terceiro país da área do Euro com maior nível de endividamento.

O crédito bancário é das formas de financiamento mais comum de financiamento das PME portuguesas e a que cria maior dependência nas empresas.

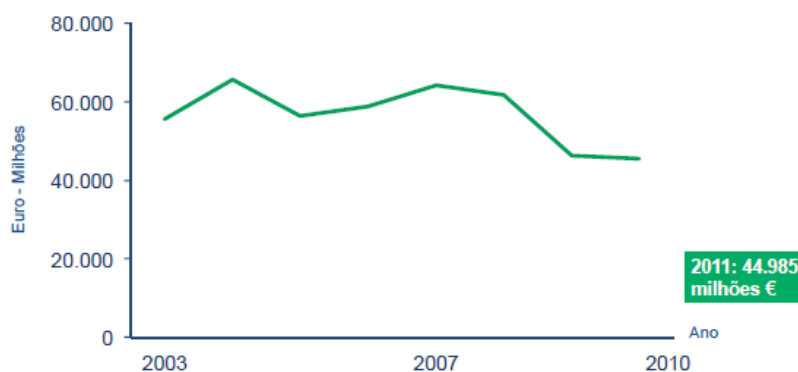
Figura 3 - Dívida financeira das sociedades não financeiras – comparação internacional



Fonte: Eurostat e Banco de Portugal

O programa de ajustamento implementado em Portugal pelo programa de Estabilidade e Crescimento obrigou os bancos a reduzir o rácio de transformação de depósitos em crédito para 120% até 2013. Este rácio em 2008 era ligeiramente superior a 150%. A redução deste rácio pode ser feita por duas formas: aumento dos depósitos bancários ou através da redução da concessão de crédito à economia. Tendo em conta que os níveis de depósitos bancários não aumentam de forma tão rápida, ainda mais em momentos de crise económica. Podemos verificar pela Figura 4 que existe uma tendência decrescente da concessão dos empréstimos da banca às empresas desde 2007, sendo de 45.529 milhões de euros em 2010, dos quais 51% foram para pedidos superiores a 1 milhão de euros.

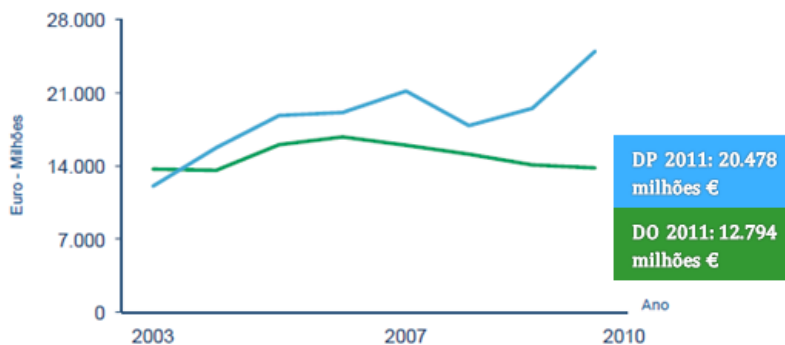
Figura 4 - Empréstimos da banca a empresas



Fonte: BP (Banco de Portugal), PORDATA - (C) Fundação Francisco Manuel dos Santos (FFMS)

Facto curioso presente na Figura 5 é o aumento dos depósitos a prazo das empresas no período entre 2008 e 2010, de cerca de 15 mil milhões para 24.989 milhões de euros) o que poderá significar uma certa contenção nos investimentos das empresas aguardando uma melhor conjuntura para investir.

Figura 5 - Depósitos à Ordem e Depósitos a Prazo das empresas



Fonte: BP, PORDATA - (C) FFMS

Apresentamos de seguida alguns dos produtos disponibilizados pelas Instituições Bancárias, organizados de acordo com a finalidade da sua concessão: fundo de maneiio, antecipação de receitas e apoio ao investimento.

2.3.1 – Fundo de manei

Silva (2011), define fundo de manei como todos os valores submetidos às transformações cíclicas do curto prazo e cujo destino normal no fim de cada ciclo de exploração (aquando da sua conversão em disponibilidades) é a sua reutilização.

A tesouraria líquida da empresa é dada pela diferença entre o fundo de manei e as necessidades de fundo de manei. As empresas com menos fundo de manei recorrem às Instituições Financeiras como forma de financiarem a sua atividade de curto prazo (Sá, 2012), apresentamos de seguida alguns dos produtos utilizados.

Crédito em Conta Corrente

Modalidade de crédito à tesouraria da empresa através da qual o banco coloca à disposição do cliente verbas até determinado montante que a empresa poderá utilizar ou amortizar consoante as suas necessidades ou disponibilidade, mediante tranches mínimas previamente definidas. O juro pago não incide sobre o montante contratado mas pelo montante utilizado, é comum a cobrança de uma comissão de imobilização pelo montante não utilizado. Este tipo de crédito, por norma, não possui nenhum plano de reembolso, sendo automaticamente renovável por idênticos e sucessivos períodos de tempo se nenhuma das partes denunciar o contrato no prazo estabelecido (Mediador do Crédito).

Existe a modalidade de conta corrente flexível, que está associada à conta de depósito à ordem e permite uma gestão automática das utilizações e reposições da conta empréstimo, permitindo otimizar os custos da empresa.

Financiamento por livrança

A Livrança é um título de crédito à ordem pelo qual o devedor (subscritor) promete pagar a outrem ou à ordem deste, o beneficiário, um valor determinado numa certa data” (Mediador de Crédito).

O financiamento é feito através da subscrição de uma livrança em que é acordado o prazo de vencimento o montante e o juro, por norma, capital e juros são pagos no vencimento.

As vantagens deste tipo financiamento é a possibilidade de reforma da livrança no vencimento e a facilidade e rapidez de formalização da operação.

2.3.2 – Antecipação de receitas

A antecipação de receitas são soluções de financiamento que têm subjacente uma natureza comercial, tem por objetivo antecipar os fundos que serão recebidos no futuro. Esta antecipação cria liquidez e ajuda na gestão da tesouraria da empresa.

Desconto comercial

Permite transformar vendas a crédito, tituladas por Letras, em recebimentos imediatos. Trata-se de um crédito de curto prazo (mínimo são 30 dias e o máximo 12 meses) com 2 intervenientes: o sacador (o que concedeu o crédito) e o aceitante (beneficiário do crédito). Os juros e os encargos são cobrados antecipadamente sobre o valor da letra.

No vencimento da letra é possível efetuar a sua reforma, mediante a amortização de uma percentagem do seu valor, com um agravamento do juro (Lei Uniforme Relativa às Letras e Livranças).

Factoring

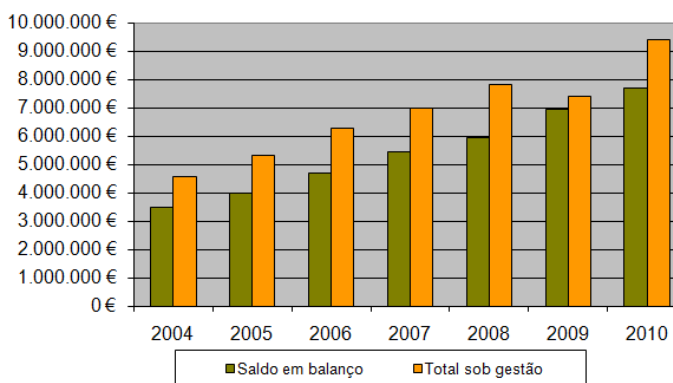
Cessão dos créditos emitidos pela empresa (aderente) sobre os seus clientes, assumindo o fator (bancos ou sociedades de *factoring*) a gestão e cobrança das faturas. Possibilita a antecipação total ou parcial dos créditos cedidos (Gomes, 2011).

O *factoring* é um instrumento de financiamento que permite à empresa antecipar o montante que os seus clientes lhe devem. Para contratar o *factoring*, a empresa deve fornecer uma lista dos seus clientes ao fator, cujos créditos pretende ceder. Após análise do risco da lista de clientes que fornecer, o fator vai negociar com a empresa o limite de crédito a conceder e as condições de remuneração que pretende.

Para além de permitir uma gestão do fundo de maneo mais eficaz, o *factoring* reduz os custos administrativos associados com a cobrança de créditos mais difíceis (Associação Portuguesa de *Leasing, Factoring e Renting* - ALF).

O *factoring* tem associados os seguintes serviços: financiamento, serviços de cobrança; serviços de informação; apoio jurídico; estudo dos riscos de crédito; atribuição de limites de crédito por devedor (seguranças das dívidas a crédito).

Figura 6 - Factoring - crédito concedido total e sob gestão (milhares de euros)



Fonte: ALF

A Figura 6 mostra que o crédito concedido total e sob gestão cresceram de forma continuada entre 2004 e 2010, com exceção de 2009 em que o crédito concedido total teve uma quebra.

O *factoring* tanto pode ser nacional como internacional (de importação ou de exportação), sendo que de acordo com dados da ALF em 2012 o *factoring* de exportação cresceu 19,9% (Carvalho, 2013)

Cardador (2007), num inquérito realizado a 500 empresas das quais 322 utilizavam o *factoring* conclui que os fatores mais relevantes para a adesão ao *factoring* são os atrasos nos recebimentos, a menor disponibilidade de colateral para oferecer na obtenção de crédito e as empresas de maior dimensão são as que mais aderem ao *factoring*.

2.3.3 – Apoio ao investimento

Soluções de financiamento que têm por objetivos permitir às empresas desenvolverem projetos de investimento de curto, médio ou longo prazo.

Financiamento a médio e longo prazo

Tem por objetivo reforçar os capitais permanentes da empresa, assim como o financiamento de projetos de investimento.

O capital é disponibilizado e reembolsado consoante as características de cada projeto, sendo comum a atribuição de um período de utilização do empréstimo ou a atribuição de um período de carência, de juros e capital ou só de capital.

Leasing

Contrato em que o locador (empresa de *leasing*) cede ao locatário (cliente), mediante o pagamento de um renda a utilização por um período de tempo um bem, móvel ou imóvel, adquirido ou construído por indicação do cliente e que este poderá comprar no final do período de tempo acordado no contrato, por um preço pré acordado (valor residual) ” (Associação Portuguesa de *Leasing, Factoring e Renting*)

O leasing imobiliário permite financiar a aquisição de bens imóveis, como terrenos, habitação, escritório, estabelecimento comercial, armazém, fábrica ou hotel. O *leasing* automóvel permite a aquisição de viaturas novas ou usadas, ligeiras de passageiros ou de mercadorias. O *leasing* de equipamentos tem por finalidade a aquisição de viaturas pesadas, equipamentos industriais, construção civil e restantes equipamentos, nomeadamente, informático e eletrónico.

A ALF aponta as seguintes vantagens para recurso ao *leasing*:

- Liberdade na escolha do equipamento e do fornecedor;
- Financiamento pode chegar aos 100% do valor do bem;
- Permite adequar o prazo do financiamento à vida útil do bem;
- Alternativa adequada (médio/longo prazo) para o financiamento de investimentos disponibilizando os recursos disponíveis para outras finalidades;
- Isenção do imposto de selo sobre a utilização do crédito e dos juros, uma vez que o *leasing* é considerado um serviço;
- Ganhos fiscais da possibilidade de deduzir os juros incluídos nas rendas;
- Negociação na compra do equipamento, visto ser uma compra a pronto;

- Possibilidade de compra do bem no final do contrato (mediante o pagamento de um valor residual previamente definido);

Alcarva (2011) aponta as seguintes desvantagens:

- O equipamento é propriedade da locadora, mas o bem continua a ser contabilizado no ativo não corrente do locatário;
- Não confere direito de propriedade ao locatário até este não liquidar na totalidade as responsabilidades do contrato;
- O seguro do bem é da responsabilidade do locatário;
- A comissão de liquidação antecipada, é por norma, mais elevada do que noutros tipos de financiamento.

Renting

O *renting* é utilizado preferencialmente para o aluguer operacional de viaturas ou de equipamentos e inclui a prestação de serviços necessários ao seu normal funcionamento e conservação, para um determinado prazo e quilometragem, mediante o pagamento de uma renda em que o cliente apenas suporta a depreciação comercial estimada. Por norma, no final do prazo o usuário não fica na posse do bem.

A ALF aponta as seguintes vantagens para recurso ao *renting*:

- Os recursos da empresa são canalizados para a sua atividade principal;
- Utilização dos equipamentos pelo período que verdadeiramente necessita;
- O equipamento não é contabilizado no ativo da empresa;
- As rendas são aceites na totalidade como custo fiscal;
- Numa única prestação são pagos os vários serviços associados ao equipamento;
- Serviço de assistência permanente;
- Opção de aquisição ou realuguer do equipamento no final do contrato;
- Maior atualização tecnológica dos equipamentos;

Alcarva (2011) apresenta as seguintes desvantagens:

- O equipamento não é propriedade do usuário;
- No *renting* de viaturas é fixado um limite máximo de utilização (quilómetros), cuja ultrapassagem acresce um custo adicional;
- O cancelamento antecipado, provoca, por norma, o pagamento de 50% das rendas vincendas.

Garantias bancárias

Permitem apoiar investimentos e o cumprimento de obrigações contratuais da empresa assumidas perante terceiros. As garantias Bancárias são consideradas “crédito por assinatura”, visto que na sua emissão a Instituição Bancária não desembolsa fundos o que faz com que os custos de emissão de garantias bancárias sejam inferiores ao recurso a financiamento puro. Em caso de incumprimento o Banco assume o reembolso das importâncias contratualizadas (IFB - Instituto de Formação Bancária, 2002).

As garantias bancárias podem ser técnicas ou de boa execução, quando se destinam a garantir o bom cumprimento de um contrato celebrado pela empresa, ou garantias financeiras para garantia da obrigação de um pagamento (Mediador de Crédito).

Por este serviço o Banco cobra periodicamente e antecipadamente uma comissão de garantia calculada sobre o montante da garantia prestada, acresce o pagamento de uma comissão de estudo da operação e de contratação.

As garantias bancárias permitem substituir outros tipos de cauções mais onerosas, como os depósitos provisórios, aumentando os fundos de tesouraria disponíveis.

2.4 - Linhas de Crédito Protocoladas e bonificadas

As Linhas de Crédito Protocoladas têm por objetivo garantir às empresas o acesso ao crédito em condições mais atrativas e vantajosas, nomeadamente devido à

existência de bonificação nas taxas de juros, a existência de garantias mútuas sobre uma percentagem do valor financiado, a atribuição de períodos de carência e a isenção de algumas despesas de formalização.

As Linhas de Crédito Protocoladas resultam de acordos estabelecidos entre as Instituições Bancárias e outras Instituições e Entidades como por exemplo, o Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Invocação (IAPMEI), o QREN, as Sociedades de Garantia Mútua, a PME Investimentos – Sociedade de Investimentos, a SPGM – Sociedade de Investimentos, SA, ou o BEI (Banco Europeu de Investimento), entre outras.

Oliveira (2011), considera essenciais, ainda mais em tempos de escassez de crédito, as Linhas de Crédito Protocoladas para o financiamento e desenvolvimento das empresas e por consequência o seu contributo para o crescimento económico e do emprego do país.

De seguida apresentamos algumas das Linhas Protocoladas existentes.

2.4.1 – Linhas de Crédito PME INVESTE

As Linhas de Crédito PME INVESTE foram criadas pelo Governo Português em julho de 2008, numa altura em que as empresas tinham crescentes dificuldades no acesso ao crédito bancário fruto da crise financeira. As linhas permitiam facilitar o acesso ao crédito bancário mediante a bonificação de taxas de juro e da redução do risco das operações bancárias pelo recurso aos mecanismos de garantia do Sistema Nacional de Garantia Mútua.

Linhas de crédito disponibilizadas desde a sua criação:

- PME INVESTE / QREN - 750 milhões de euros
- PME INVESTE II / QREN - 1.010 milhões de euros
- PME INVESTE III - 1.872 milhões de euros
- PME INVESTE IV - 1.960 milhões de euros
- PME INVESTE V - 750 milhões de euros
- PME INVESTE VI - 1.250 milhões de euros

- **PME INVESTE VI-ADITAMENTO** - 2.500 milhões de euros

As principais diferenças entre as várias linhas dizem respeito às empresas elegíveis e ao *pricing* associado. As operações beneficiavam de uma Garantia Mútua que varia, em geral, entre os 50% e os 75% do valor de financiamento.

2.4.2 – Linha PME Crescimento

A Linha PME Crescimento iniciou a 16 de janeiro de 2012 e possui uma dotação global de 2.500 milhões de euros. São elegíveis operações destinadas a investimento novo em ativos fixos corpóreos ou incorpóreos, reforço de fundo de maneiio ou dos capitais permanentes ou até 30% do financiamento para liquidar dívidas contraídas junto do sistema financeiro nos três meses anteriores à contratação da operação, para regularização de dívidas em atraso à Administração Fiscal e Segurança Social.

As operações beneficiam de uma Garantia Mútua que varia, em geral, entre os 50% e os 75% do valor de financiamento.

A 23 de janeiro de 2013, ficou disponível a Linha de Crédito PME Crescimento 2013, com uma dotação de 2.000 milhões de euros. As condições gerais são semelhantes à linha de crédito anterior.

2.4.3 – Linha QREN INVESTE

A Linha de crédito QREN INVESTE, iniciou a 14 de julho de 2010, com a dotação de 800 milhões de euros, sendo financiada por fundos comunitários – FEDER (Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional). Tinha por objetivo facilitar o acesso ao crédito a empresas com projetos (com um investimento inferior a 30 milhões de euros) aprovados no âmbito dos Sistemas de Incentivos QREN.

Esta linha beneficia de uma garantia mútua para cobertura do risco do financiamento até 50% do valor financiado e uma garantia mútua prestada ao QREN para adiantamentos de incentivos.

A dotação da linha foi totalmente utilizada, pelo que está encerrada.

2.4.4 – Linha BEI (Banco Europeu de Investimento)

O Banco Europeu de Investimento foi criado em 1958, pelo tratado de Roma, é a uma instituição da União Europeia que tem por fim promover o desenvolvimento equilibrado e a coesão económica e social dos seus estados-membros, contribuindo para a construção de uma Europa mais homogénea, cuja integração económica se reforça com a concretização da União Monetária (Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais, GPEARI - Ministério da Economia).

O BEI financia diversos projetos promovidos por empresas e organismos do setor público e privado (Silva, 2010). Como podemos constatar na Quadro 2 em 2010 ocorreu uma redução de 8,9% face a 2009 (na sequência da crise económica e financeira de 2008, o ano de 2009 foi o ano com mais atividade do BEI), os setores mais apoiados foram o setor dos Transportes, da Energia e Educação e Saúde.

Quadro 2 - Empréstimos do BEI por setor

	2010		2009		2006-2010	
	€ milhões	%	€ milhões	%	€ milhões	%
Energia	745	21,8%	522	13,9%	2196	17,2%
Transportes	1094	32,1%	827	22,1%	2551	19,9%
Indústria, Serviços,						
Agricultura	104	3,0%	530	14,1%	1082	8,5%
Água e Infraestruturas diversas	218	6,4%	802	21,4%	2175	17,0%
Telecomunicações	100	2,9%	200	5,3%	1449	11,3%
Educação e Saúde	717	21,0%	365	9,7%	1101	8,6%
Empréstimos Individuais	2978	87,3%	3246	86,6%	10555	82,4%
Linhas de Crédito	435	12,7%	502	13,4%	2250	17,6%
Total	3413	100,0%	3748	100,0%	12805	100,0%

Fonte: GPEARI e BEI

Os investimentos cujo custo total seja superior a 25 milhões de euros, são financiados pelo BEI diretamente ao promotor do projeto.

Os investimentos inferiores a 25 milhões de euros são financiados através de linhas de crédito, concedidas a bancos ou instituições financeiras, que utilizam as verbas concedidas para financiar projetos das PME ou outras entidades que tenham por objetivo a economia de energia, a proteção do ambiente ou as energias renováveis. São elegíveis para financiamento projetos para aquisição, renovação ou ampliação de ativos corpóreos (exceto terrenos), investimento em ativos incorpóreos, necessidades de fundo de manuseio a médio e longo prazo (Silva, 2010).

2.4.5 – Linha de Crédito PRODER E PROMAR

A Linha de crédito PRODER (Programa de Desenvolvimento Rural) e PROMAR (Programa Operacional de Pescas) foi protocolada, a 21 de dezembro de 2012, entre algumas Instituições Bancárias e o Instituto de Financiamento da Agricultura e Pescas (IFAP). Esta linha de crédito possui uma dotação global de 1.375 milhões de euros e visa criar condições para que os beneficiários com projetos no âmbito do PRODER e do PROMAR, possam aceder a crédito bancário e à constituição de garantias em condições mais favoráveis, reunindo, deste modo, os recursos necessários ao desenvolvimento dos projetos de investimento do setor primário (PME Investimentos).

Apenas poderão ser considerados elegíveis para a Linha de Crédito PRODER E PROMAR projetos de investimento com valor superior a 5.000€ e o financiamento não pode exceder o investimento total aprovados no âmbito do PRODER ou do PROMAR e desde que financiados pelo IFAP.

O financiamento assume a forma de Empréstimo de médio e longo prazo, com um prazo mínimo de 12 meses e máximo de 120 meses, o período de utilização vai até aos 12 meses e o período de carência até os 24 meses.

2.6 – Outras fontes de financiamento

Apresentamos de seguida algumas formas de financiamento alternativas que estão disponíveis para as empresas. O acesso ao crédito bancário continua condicionado e são exigidas garantias reforçadas em troca de crédito, é fundamental que os empresários recorram a fontes alternativas de financiamento para sustentar a atividade empresarial e a realização de novos projetos e investimentos.

2.6.1 - Capital de Risco

O capital de risco é uma forma de financiamento da atividade empresarial, que se traduz no reforço do capital próprio das empresas através de participação no respetivo capital social, com vista ao desenvolvimento de novos projetos, bem como ao aumento da solidez e competitividade empresarial. O capital de risco é uma das principais fontes de financiamento para jovens empresas, e investimentos de risco com elevado potencial de rentabilização.

Existem duas formas fundamentais de investimento em capital de risco: o *privaty equity*, investimento aplicado a empresas já constituídas, independentemente da sua dimensão, e que apenas comporta o apoio financeiro; e o *venture capital*, concedido a empresas pequenas, ou mesmo em projetos empresariais iniciais (*star-up's*), nas quais o investidor acompanha de perto a gestão empresarial.

O capital de risco assume integralmente os desafios do mercado, ao contrário das formas tradicionais de financiamento, não é recompensado pelos juros do capital investido mas sim pelo sucesso da empresa financiada.

O investimento em capital de risco é dirigido a novos projetos e a empresas não cotadas em mercado de bolsa, a principal mais valia acontece na posterior venda da participação.

O investidor em capital de risco não se limita a emprestar o capital, ele torna-se um novo sócio da empresa e em caso de fracasso ele não retirará benefício algum do investimento. Caso a empresa tenha êxito o investidor também fará parte desse sucesso, pois poderá vender a sua participação a um valor superior ao que tinha comprado.

O capital de risco é uma alternativa interessante para capitalizar PME, em especial pelas dificuldades que estas encontram para se financiarem em fases de desenvolvimento e de crescimento.

A evolução do capital de risco em Portugal

Autores como Silva (1995), Bentes (1997) e Espírito Santo e Pimentel (2004) defendem que o desenvolvimento da atividade do capital de risco em Portugal, desde 1986, teve diversas fases.

De 1986 a 1991, existiu um crescimento sucessivo das Sociedades de Capital de Risco (SCR) em atividade e dos montantes disponíveis por setor, sendo constituídas por um conjunto diversificado de acionistas (Silva 1995). Este crescimento deveu-se ao aproveitamento dos fundos da Comunidade Europeia, pela criação de benefícios fiscais e pela crença de que o capital de risco era uma atividade geradora de resultados elevados (Espírito Santo e Pimentel 2004)

A segunda fase, de 1992 a 1998, coincide com uma redução do número de SCR e pelo aumento dos valores disponíveis pelo setor, possível através da constituição de fundos específicos para o setor, os designados Fundos de Capital de Risco e os Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (Silva, 1995).

De acordo com Silva (1995), esta redução e concentração provocou que as SCR em atividade se agrupassem em dois grandes grupos, constituídas por um único acionista que eram lideradas por instituições financeiras ou por capitais públicos que procuravam concretizar políticas sectoriais. O tipo de investimento realizado pelas SCR após 1991, segundo Rodrigues (1995) caracterizou-se pelo apoio a empresas em fase de expansão e recuperação em prol de empresas em fase de arranque.

Após 1998, de acordo com dados da Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (APCRI), existiu uma expansão do total investido, dos novos investimentos e dos fundos captados pelo setor, com exceção de 2006 onde houve um retrocesso destes valores.

2.6.2 – *Business Angel*

Os *Business Angel* são indivíduos que investem a título particular no capital de pequenas e médias empresas com elevado potencial de valorização e contribuem com conhecimentos técnicos ou de gestão e com redes de contatos.

Este tipo de financiamento não exige juros nem reembolso da dívida, a mais valia ocorre pelo sucesso da empresa, com a consequente venda da participação, o que inclui um grau de risco associado ao investimento.

Os projetos financiados são normalmente empresas *start-up* ou projetos capital semente que apresentam perspectivas de elevado crescimento e, por conseguinte, promissoras de enormes rentabilidades. As empresas *start-up* são empresas com boas ideias e com grande potencial de crescimento mas que devido à fase embrionária dos projetos têm dificuldades em financiar-se pelos meios convencionais. O capital semente é dirigido a projetos ainda em desenvolvimento, antes da própria instalação do negócio e que inclui o financiamento e estudos de mercado que avaliam a viabilidade do produto ou serviço inovador. O financiamento dos *Business Angel* também é concedido a empresas já sólidas no mercado, nomeadamente, poderá acontecer quando o objetivo da empresa é a expansão (APBA – Associação Portuguesa de Business Angels).

Os montantes financiados são relativamente inferiores aos montantes financiados pelas SCR.

2.6.3 - *Crowdfunding*

Crowdfunding ou financiamento pelas massas é uma forma alternativa de financiar novas ideias e empresas. Funciona através da apresentação e divulgação de um projeto através da *internet* que procura receber apoios financeiros de pessoas que acreditam nesse projeto. Permite desta forma, aproximar o empreendedor e o investidor através da *internet*, e que de outra forma não seria possível (Leite, 2012).

O primeiro caso de sucesso aconteceu nos Estados Unidos da América, onde um empreendedor, Scott Wilson, queira fazer um suporte de relógio para o Apple Nano, para isso apresentou o projeto na *internet* para obter financiamento, conseguindo angariar dezenas de vezes o montante solicitado.

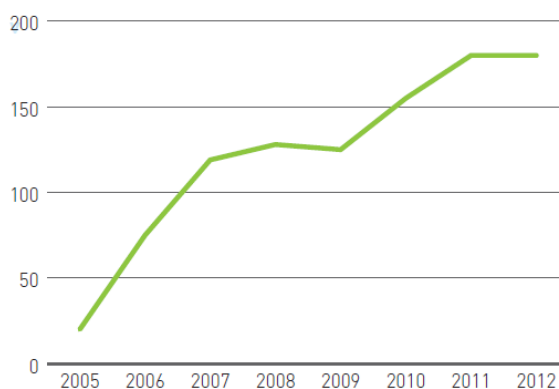
Em Portugal existem em 2013 duas empresas que possuem plataformas de ligação entre os empreendedores e os investidores, tendo a primeira surgido há cerca de três anos. O enquadramento legal e jurídico é ainda incipiente em Portugal para esta nova forma de financiamento, ao contrário do que acontece na França e na Holanda.

2.6.4 – Mercado de Capitais a NYSE – ALTERNEXT

O NYSE (*New York Stock Exchange*) Euronext é o resultado da combinação do Grupo NYSE, a maior bolsa mundial de ações e do Euronext o mercado de capitais que congrega as bolsas de Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris e o mercado londrino de derivados. O NYSE Euronext é o mercado principal e o maior mercado europeu em termos de capitalização e volume transacionado (NYSE).

O NYSE - Alternext, foi criado a 17 de maio de 2005, é um mercado acionista dirigido para as PME, criando oportunidades para que elas possam fortalecer a sua estratégia de crescimento. O NYSE – Alternext é um mercado não regulamentado mas regulado pelo NYSE Euronext, com procedimentos simplificados de admissão e requisitos de transparência e liquidez.

Figura 7 - Evolução do número de sociedades cotadas no NYSE Alternext

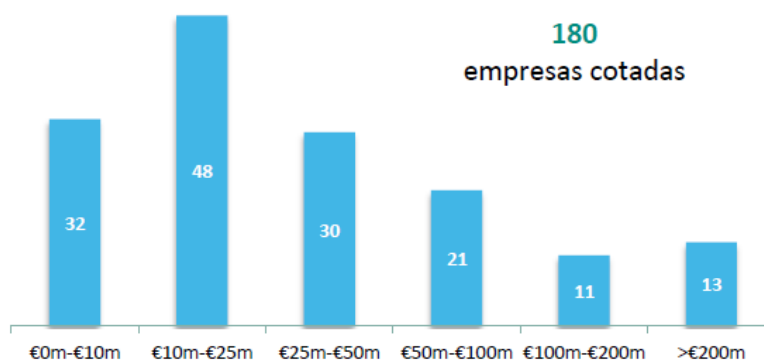


Fonte: NYSE Euronext

O Alternext listava a 31 de dezembro de 2012, mais de 180 empresas (Figura 7), na sua grande maioria empresas Francesas, sendo que apenas uma empresa

era Portuguesa a ISA – Intelligent Sensing Anywhere que deu entrada em bolsa a 20 de junho de 2006. De acordo com os dados da Figura 8, 32 empresas possuíam um volume de negócios até os 10 milhões de euros, 48 empresas possuíam um volume de negócios entre os 10 e os 25 milhões, 30 empresas possuíam um volume de negócios entre os 25 e os 50 milhões de euros, e acima dos 50 milhões de euros de volume de negócios existiam 45 empresas.

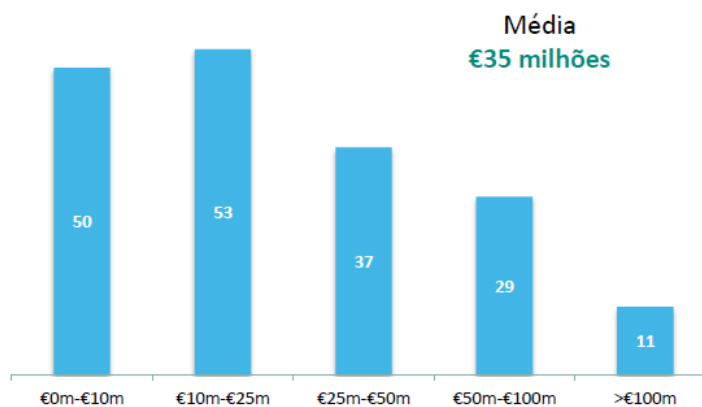
Figura 8 - N° de empresas por Volume de Negócio 31 de dezembro de 2012



Fonte: NYSE Euronext

Observamos na Figura 9, que cerca de 100 empresas possuem um capitalização bolsista inferior a 25 milhões de euros.

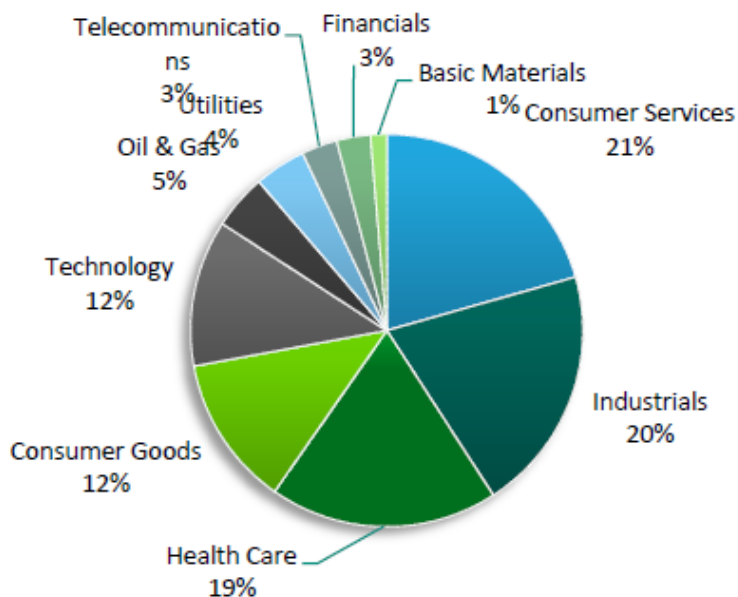
Figura 9 - N° de empresas por Capitalização Bolsista em 31 de dezembro de 2012



Fonte: NYSE Euronext

Os principais setores de atividade das empresas cotadas no Alternext são os serviços (21%), indústria (20%) e saúde (19%), outros setores presentes são os bens de consumo, tecnologia, telecomunicações, entre outros (Figura 10).

Figura 10 - Empresas por Setor (% Capitalização Bolsista)



Fonte: NYSE Euronext

A entrada no Alternext exige dois anos completos de atividade e pode ser realizada através de uma colocação privada, precisando de pelo menos três investidores qualificados, ou através de uma oferta pública inicial, dispersando ações equivalentes a um mínimo de 2,5 milhões de euros. A empresa fica obrigada a apresentar as suas contas anuais auditadas.

A empresa é acompanhada ao longo de todo o processo por um *Listing Sponsor* (Instituição Bancária ou outra entidade de apoio) que tem as seguintes funções:

- Avaliar numa fase inicial se a adesão ao Alternext é a melhor solução para a empresa;
- Proceder à avaliação da empresa, determinando o preço e a estrutura da colocação;

- Garantir que toda a informação da empresa é adequada, em termos legais financeiros e operacionais;
- Criar apresentação da empresa, plano de negócios, projeto e destino do investimento;
- Selecionar potenciais investidores;
- Estabelecer ligação com reguladores, auditores, investidores e NYSE antes, durante e após a listagem.

A Deloitte, na Conferência Via Bolsa Financiamento através do Mercado de Capitais realizada a 22 de maio de 2013, apresentou algumas razões que justificam uma admissão em Bolsa de acordo com diversas perspetivas:

Perspetiva do financiamento:

- Permitir o encaixe financeiro;
- Captar recursos próprios;
- Reforçar a estrutura de capitais das empresas;
- Aumentar a capacidade de *leverage*;
- Cumprir planos de negócio;
- Permitir a expansão da empresa;
- Facilitar a estratégia de crescimento das empresas (organicamente ou via operações corporativas).

Perspetiva da reputação e visibilidade:

- Empresas cotadas são percecionadas pelos diversos *stakeholders* como sólidas e maduras;
- Maior notoriedade;
- Reforçar a imagem de transparência e de solvência;
- Diferenciação dos concorrentes;
- Solidificar a relação com os diferentes *stakeholders*.

Perspetiva da liquidez:

- As ações passam a ser transacionáveis em bolsa;
- Aumentar a liquidez da base atual dos acionistas;
- Mais relevante em empresas com muitos acionistas, e em empresas onde questões ao nível da sucessão familiar possam colocar-se;
- Potencial estratégia de saída para atuais acionistas (por exemplo, private equities).

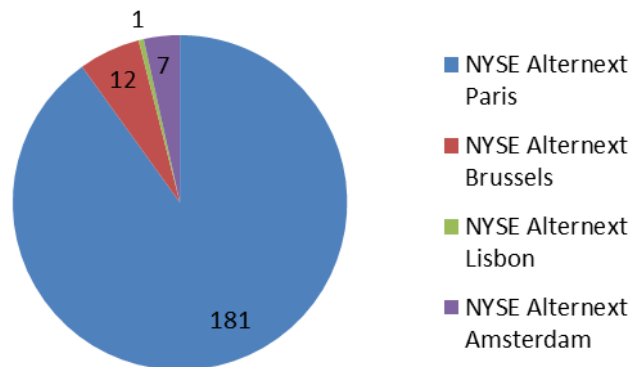
Outras motivações:

- Valorização permanente do negócio da empresa;
- Motivação dos colaboradores / gestores através da atribuição de ações / opções, permitindo também alinhar objetivos dos mesmos com os da empresa;
- Operações corporativas futuras através de novas emissões;
- Facilitação dos processos de internacionalização, nomeadamente, através da extensão dos mercados-alvo e da base de investidores;
- Facilidade no acesso direto a uma base de investidores, possibilitando no futuro um IPO (*Initial Public Offering*);
- Adoção de melhores práticas em termos de *Corporate Governance* e reporte financeiro.

Como possíveis desvantagens (IAPMEI, Newsletter nº 10 maio de 2007):

- Revelar segredos aos concorrentes;
- Obrigações de divulgação de informação;
- Motivos de ordem estratégica;
- Perder o controlo da empresa;
- Critérios e complexidade de admissão;
- Vulnerabilidade a ações hostis;
- Dimensão e estrutura.

Figura 11 - Número de empresas cotadas no Alternext por mercado de origem (2012)



Fonte: Elaboração própria, tendo por base dados da NYSE Euronext

José Basílio Simões, CEO da ISA – Intelligent Sensing Anywhere em entrevista ao Jornal de Negócios refere “as empresas têm muita relutância em abrir o capital e essa é uma mudança de mentalidade que tem de haver nos empresários portugueses, que estão muito habituados a crescer devagarinho consoante as receitas que vão gerando, ou que se vão alavancando” (Jornal de Negócios 20 de junho de 2012, pp. 22-23).

2.6.5 - Emissões de Papel Comercial

Permite fazer face a necessidades de tesouraria das empresas e consiste na emissão de títulos de dívida de curto prazo (mínimo sete dias e inferior a um ano), livremente negociáveis e domiciliados numa instituição financeira que presta o serviço de guarda dos títulos.

As principais vantagens são:

- A poupança fiscal, devido à isenção do imposto de selo sobre os juros (4% numa qualquer outra linha de crédito) e sobre o montante utilizado (0,04% por mês nas outras facilidades de crédito);
- Flexibilidade na gestão de tesouraria, permite ajustar o prazo de emissão às necessidades de fundo de maneio empresa, existindo a possibilidade de resgate antecipado;

- Aplicação do indexante para cálculo da taxa de juro ajustado ao prazo da emissão;
- Possibilidade de emissão de papel comercial grupado, permitindo a empresas numa relação de grupo satisfazerem as suas necessidades de financiamento.

Como desvantagem apontam-se o grande número de comissões aplicáveis (comissão de organização, comissão de tomada firme, comissão de domiciliação) que é preciso contabilizar e a impossibilidade de financiamento inferiores a sete dias.

Para a emissão de papel comercial as entidades emitentes devem cumprir um dos seguintes critérios:

- Ter capital próprio ou património líquido igual ou superior a 5 milhões de euros ou;

Apresentar notação de risco da emissão do Programa de Papel Comercial (PPC) ou notação de risco de curto prazo da Entidade Emitente, atribuída por sociedade de notação de risco registada na CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) ou;

- Obter, a favor dos detentores dos títulos/investidores, garantia autónoma, que assegure o cumprimento das obrigações de pagamento decorrentes da emissão do PPC.

A aplicação destes requisitos apenas se aplica para emissões de papel comercial, cujo valor nominal unitário seja inferior a 50 mil euros. As empresas podem emitir Papel Comercial até ao montante máximo do triplo dos seus capitais próprios.

As entidades emitentes ficam obrigadas a elaborar uma nota informativa contendo informação sobre a sua situação económica, financeira e patrimonial.

2.6.6 – Empréstimos obrigacionistas

Os empréstimos obrigacionistas são empréstimos de médio e longo prazo em que a entidade emitente (empresa, Estado ou outra entidade pública ou privada) emite obrigações (representativas de dívida) e compromete-se a pagar aos

obrigacionistas (investidores) um certo valor periódico (o juro) e a reembolsar o capital emprestado (CMVM, 2012).

As principais funções dos empréstimos obrigacionistas são:

- Financiar o investimento em capital intensivo;
- Reforço do fundo de maneio;
- Superar as dificuldades de obtenção do crédito bancário;
- Reestruturar operações financeiras com vista a reduzir o custo do capital da empresa, a fim de alargar o prazo de exigibilidade do passivo;
- Permitir uma melhor planificação financeira da empresa;
- Permitir canalizar a poupança para o ciclo produtivo da economia.

A NYSE Euronext face às dificuldades de financiamento apresentadas pelas PME, nomeadamente no acesso ao crédito bancário, desenvolveu um mercado de emissão de obrigações para as PME, facilitando a utilização desta fonte de financiamento, visto que por norma, a emissão de obrigações é realizada apenas por empresas de grande capitalização.

A emissão de obrigações poderá ser realizada pelas empresas cotadas no NYSE Euronext ou no NYSE Alternext, o montante mínimo de emissão são cinco milhões de euros.

O processo de emissão de obrigações acontece com a auxílio de um banco ou de um *Listing Sponsor* (entidade responsável e consultora) que elabora um prospeto com as características e informações da emissão e da empresa. O prospeto é analisado pelo regulador e em caso de aprovação é atribuído um rating à emissão. Posteriormente é realizada a divulgação e publicidade pelos meios de comunicação promovendo a sua colocação junto dos investidores individuais.

Complementarmente às vantagens já identificadas para a emissão de um empréstimo obrigacionista a NYSE Euronext apresenta as seguintes razões:

- Diversificação das fontes de financiamento;

- Reforçar a visibilidade e dinamização da comercialização das ações, no caso das empresas cotadas;
- Comunicar a estratégia da empresa e obter novos investidores;
- Não produz a diluição do capital social da empresa;
- Beneficiar de um modo de cotação fácil e simples;
- Aumento do poder de negociação da empresa com os financiamentos bancários.

2.6.7 – Garantia Mútua

A Garantia Mútua “é um sistema privado e de cariz mutualista de apoio às micro, pequenas e médias empresas (PME), que se traduz fundamentalmente na prestação de garantias financeiras para facilitar a obtenção de crédito em condições de preço e prazo adequadas aos seus investimentos e ciclos de atividade” (Manual da Garantia Mútua).

O Sistema de Garantia Mútua surgiu em Portugal em 1992, pelo IAPMEI, com a criação da Sociedade Portuguesa de Garantia Mútua (SPGM) cujos principais objetivos eram a redução dos custos de financiamento das PME, e um maior equilíbrio da sua estrutura de financiamento, através da obtenção de garantias que permitam o acesso a empréstimos com prazos adequados aos ciclos de exploração das empresas e à realização dos investimentos necessários ao seu desenvolvimento (SPGM). Em 2003, a atividade da SPGM deu origem à criação das Sociedades de Garantia Mútua – Garval, Lisgarante e Norgarante, segmentadas geograficamente. Em 2007, foi criada a Agrogarante, especializada no setor agroindustrial.

O Manual da Garantia Mútua aponta as seguintes vantagens:

- Disponibiliza as garantias que as empresas necessitam;
- Simplifica a escolha das melhores soluções de financiamento e a obtenção do crédito em menos tempo;

- Reduz o risco que a banca naturalmente atribui a estas operações, permitindo assim diminuir o seu custo, obter prazos mais adequados e libertar linhas de crédito adicionais;
- Elimina ou reduz a necessidade de garantias reais ou pessoais dos sócios, com a redução dos custos que isso implica, por exemplo, em escrituras e registos de hipotecas;
- Apoia as empresas na análise da sua situação económico-financeira e na montagem de operações de financiamento com recurso a produtos mais sofisticados, como a emissão de obrigações;
- Facilita a obtenção de crédito bancário em melhores condições, uma vez que a Instituição Bancária possui outros tipos de garantias.

2.6.8 – Programa PME Consolida

O programa PME Consolida é um dos Programas do Ministério da Economia e da Inovação com o objetivo de apoiar a atividade económica e o emprego, através da melhoria das condições de acesso a instrumentos de financiamento para reforço da estrutura de capitais das empresas.

O Programa PME Consolida tem um orçamento estimado em 400 milhões de euros e utiliza os seguintes instrumentos:

- FACCE – Fundo Autónomo de Apoio à Concentração e Consolidação de Empresas é gerido pela PME Investimentos, possui um montante a subscrever de 175 milhões de euros e tem por objetivo apoiar o financiamento de operações de reestruturação, concentração e consolidação de empresas e projetos de comprovada valia económica alvo de reestruturação empresarial, associações em participação ou outras formas de parcerias industriais e comerciais estáveis (Decreto de Lei nº 105/2009, de 12 de maio);
- FIEAE - Fundo Imobiliário Especial de Apoio às Empresas, é gerido pela Turismo Fundos, possui um montante a subscrever de 100 milhões de euros

e está direcionado para a aquisição de imóveis integrados no património de empresas como forma de dotação destas mesmas empresas de recursos financeiros imediatos, normalmente acompanhada da reserva de utilização e direito ou obrigação de recompra desses mesmos imóveis pelas empresas transmitentes (Decreto Lei nº 104/2009, de 12 de maio).

- Instrumentos de capital de risco, através do reforço da dotação de capital em 125 milhões de euros das Sociedades de Capital de Risco do Ministério da Economia e da Inovação, a InovCapital e a Turismo Capital. Visa reforçar o financiamento dos capitais próprios das empresas exportadoras e de cariz tecnológico, assim como as empresas do setor do turismo que necessitam de financiamento para expansão da atividade e modernização ou lançamento de novas unidades.

2.6.9 – Fundos de revitalização e de expansão empresarial

Os fundos de revitalização e de expansão empresarial, adiante designados Fundos Revitalizar, fazem parte das medidas no âmbito do Programa Revitalizar do Ministério da Economia e do Emprego, com o objetivo de revitalizar as empresas economicamente viáveis que se encontram numa situação financeira desfavorável ou desajustada do seu modelo de negócio (Portal do Governo).

Os Fundos Revitalizar possuem uma dotação de 220 milhões de euros, dos quais 110 milhões são mobilizados pela banca e os restantes 110 milhões do Quadro QREN.

O objetivo dos Fundos Revitalizar é o de promover a capitalização de empresas com planos e projetos de expansão e crescimento, cuja situação financeira se apresente equilibrada e sustentável, mas com necessidades de reforço de capital e fundo de manuseio, num contexto de revitalização de mercado, produto ou gestão (QREN).

Capítulo 3 – Metodologia

3.1. Dados e metodologia usados no estudo

A metodologia adotada para a elaboração deste trabalho consubstanciou-se na elaboração de um questionário dirigido às PME do distrito do Porto. O estudo é quantitativo e exploratório procura abordar as escolhas, condições e opções de financiamento das PME do distrito do Porto.

As perguntas do questionário foram de elaboração própria, partindo do estudo preliminar e das teorias dos autores apresentados na revisão da literatura.

O inquérito está segmentado em quatro grupos de perguntas. O primeiro grupo de questões pretende caracterizar, de uma forma geral, a empresa (local da sede, data de início de atividade, relação para com a empresa de quem responde, principal atividade da empresa, tipo de sociedade, número de colaboradores, dimensão da empresa).

O segundo grupo de perguntas são relativas às formas de financiamento tradicionais utilizadas pelas empresas, nomeadamente o número de entidades bancárias com que a empresa trabalha, quais os produtos e relevância atribuída aos produtos bancários, relevância das garantias exigidas, qual a perceção à existência de dificuldades de acesso ao financiamento e as principais dificuldades que existem no acesso ao financiamento.

O terceiro grupo de questões são relacionadas com a utilização de formas de financiamento alternativas e qual a sensibilidade para as vantagens da entrada em bolsa como o Alternext.

Por fim, existe um último grupo de questões de opinião sobre decisões e condições de financiamento e como é classificada a envolvente empresarial em Portugal. Estas questões visam aplicar de forma prática e aplicada alguns estudos referidos na revisão da literatura.

Quadro 3 - Resumo dos Grupos de Questões

Grupo de questões	Informação Recolhida
Grupo I	Caraterísticas da empresa
Grupo II	Formas de financiamento tradicionais
Grupo III	Formas de financiamento alternativas
Grupo IV	Opinião sobre decisões de financiamento e envolvimento macroeconómico

Fonte: Elaboração própria

O questionário foi enviado, no período de dezembro de 2012 a janeiro de 2013, por correio eletrónico para cerca de 1.600 empresas do distrito do Porto, do qual resultaram 110 respostas. Como o questionário é dirigido apenas a PME foram excluídas 3 respostas devido a serem respostas de Grandes Empresas, temos assim uma amostra de 107 empresas.

Recorreu-se ao Software SPSS 22 para tratamento do inquérito. Primeiro efetuou-se uma Análise Descritiva dos resultados e posteriormente recorreu-se à Análise de Componentes Principais à Análise Fatorial (ACPAF) para extrair quais os fatores preponderantes para as condições de financiamento das empresas. Pestana e Gageiro (2005) e Marôco (2010) entendem que é uma técnica de análise exploratória que tem como objetivo descobrir e analisar um conjunto de variáveis inter-relacionadas por forma a constituir uma escala de medida para fatores que de alguma forma controlam as variáveis originais. Assim, recorre-se à ACPAF para reduzir o grande número de variáveis consideradas, num número mais pequeno de fatores. As variáveis destinadas à análise multivariada provêm de questões obtidas através de respostas numa escala Likert de 1 a 5.

Tendo em conta que no teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO), segundo Pestana e Gageiro (2005), ($]0,9 - 1,0]$ - Excelente; $]0,8 - 0,9]$ - Ótima; $]0,7 - 0,8]$ - Boa; $]0,6 - 0,7]$ - Regular; $]0,5 - 0,6]$ - Medíocre; $KMO \leq 0,5$ - Inadequada) analisa-se se este permite fazer uma boa Análise Fatorial e se associa o teste de Bartlett para ver o seu nível de significância, se este for de 0,000 leva-nos à rejeição da hipótese da matriz

das correlações na população ser a matriz identidade. Assim consegue-se concluir pela adequabilidade da Análise Fatorial. Caso tal não se verifique deve-se reconsiderar a utilização deste modelo fatorial.

Verificada a correlação entre as variáveis em ambos os testes anteriores, podemos prosseguir com a Análise Fatorial, onde iremos analisar o Alpha de Cronbach para verificar a consistência interna dos fatores. Os valores do Alpha de Cronbach, de acordo com George e Mallery (2003) têm a seguinte interpretação:]0,9 – 1,0] – Excelente;]0,8 –0,9] – Bom;]0,7 –0,8] - Aceitável;]0,6 –0,7] – Duvidoso;]0,5 –0,6] – Pobre; $\leq 0,5$ - Inaceitável.

Foi utilizado o modelo de rotação de fatores ortogonal devido à sua maior simplicidade, pois na rotação ortogonal a orientação original entre fatores é preservada, isto é, os fatores após a rotação continuam ortogonais.

Para realizar a rotação dos eixos fatoriais utilizámos o método ortogonal Varimax com normalização de Kaiser, cuja finalidade, segundo Maroco (2010) é a obtenção de uma estrutura fatorial na qual uma e apenas uma das variáveis originais está fortemente associada com um único fator, estando contudo, pouco associada com os restantes fatores, eliminando os valores intermédios, os quais dificultam a interpretação dos resultados.

4 - RESULTADOS

4.1 – Análise descritiva dos resultados

Iniciamos a análise dos resultados por realizar uma análise univariada às variáveis objeto de estudo, com o objetivo de descrever o comportamento das variáveis.

As empresas que mais participaram no estudo foram as empresas com sede no Porto (25 respostas), Vila Nova de Gaia (22 respostas) e Matosinhos (13 respostas). Por outro lado, não foram obtidas respostas nos concelhos de Amarante e Baião. Estes resultados são justificados, em parte, pelo fato de os concelhos com mais respostas serem os que também possuem um maior tecido empresarial.

Quadro 4 - Resultados do inquérito sobre a sede da empresa

Concelho	Frequência	Percentagem
Felgueiras	6	6%
Gondomar	8	7%
Lousada	2	2%
Maia	7	7%
Marco de Canaveses	1	1%
Matosinhos	13	12%
Paços de Ferreira	3	3%
Paredes	1	1%
Penafiel	3	3%
Porto	25	23%
Póvoa de Varzim	4	4%
Santo Tirso	2	2%
Trofa	3	3%
Valongo	2	2%
Vila do Conde	5	5%
Vila Nova de Gaia	22	21%

Fonte: Elaboração própria

Responderam ao inquérito cerca de 40% de diretores, 30% de sócios gerentes e 20% de administradores. Existiram 11 respostas (10% do total) dadas por outros colaboradores da empresa (administrativos, tesoureiros, consultores).

Quadro 5 - Resultados do inquérito sobre o cargo do inquirido

Cargo	Frequência	Percentagem	
		Percentagem	acumulada
Administrador	21	19,6%	19,6%
Diretor	42	39,3%	58,9%
Gerente	3	2,8%	61,7%
Outra	11	10,3%	72%
Sócio Gerente	30	28%	100%
Total	107	100%	

Fonte: Elaboração própria

Foi questionada a data de início de atividade da empresa, por forma, a obter a antiguidade da empresa, para o efeito criamos uma variável nova resultante da diferença entre o ano de 2014 e o ano de constituição da empresa. A empresa mais antiga tem 103 anos e a mais recente iniciou atividade no ano passado. Em termos médios as empresas têm cerca de 29 anos de existência.

De acordo com o Quadro 6 o principal setor de atividade das empresas que responderam ao inquérito é a indústria com 42% das respostas, seguindo-se o comércio com 40% e os serviços com 21%.

As Sociedades por Quotas são as empresas mais representativas do inquérito com 52% das respostas, seguem-se as Sociedades Anónimas com 36,4% e as Sociedades Unipessoal com 10% (Quadro 7).

Quadro 6 - Resultados do inquérito sobre o setor de atividade

Setor de atividade	Frequência	Percentagem	Percentagem acumulada
Setor Primário	1	0,9%	0,9%
Indústria	45	42,1%	43%
Comércio	40	37,4%	80,4%
Serviços	21	19,6%	100%
Total	107	100%	

Fonte: Elaboração própria

Quadro 7 - Resultados do inquérito sobre o tipo de sociedade

Tipo de sociedade	Frequência	Percentagem	Percentagem acumulada
Sociedade Anónima	39	36,4%	36,4%
Sociedade por quotas	56	52,3%	88,8%
Sociedade unipessoal	10	9,3%	98,1%
Outra	2	1,9%	100%
Total	107	100%	

Fonte: Elaboração própria

O e 50 a 249 colaboradores 32,7%.

agrega o número de colaboradores, de acordo a definição de PME. Entre 1 a 9 colaboradores participaram 13,1% de empresas, entre 10 a 49 colaboradores 54,2% e por fim entre 50 a 249 colaboradores 32,7%.

Como a definição de PME abrange outros critérios para além do nº de colaboradores foi colocada a questão sobre a dimensão / estatuto da empresa. Responderam ao inquérito 11,2% Microempresas, 54,2% Pequenas empresas e 34,6% Médias empresas. Responderam ao inquérito três grandes empresas, cujos questionários foram considerados dados perdidos desde o início da análise estatística (Quadro 9).

Quadro 8 - Resultados do inquérito sobre o número de colaboradores

Colaboradores	Frequência	Percentagem	Percentagem acumulada
1 a 9 colaboradores	14	13,1%	13,1%
10 a 49 colaboradores	58	54,2%	67,3%
50 a 249 colaboradores	35	32,7%	100%
Total	107	100%	

Fonte: Elaboração própria

Quadro 9 - Resultados do inquérito sobre a dimensão / estatuto da empresa

	Dimensão	Frequência	Percentagem	Percentagem Válida	Percentagem Acumulada
Válidos	Microempresa	12	10,9%	11,2%	11,2%
	Pequena Empresa	58	52,7%	54,2%	65,4%
	Média Empresa	37	33,6%	34,6%	100%
	Total	107	97,3%	100%	
Perdidos	Grande Empresa	3	2,7%		
	Total	110	100%		

Fonte: Elaboração própria

No Quadro 10 podemos observar quais os mercados em que as empresas operam, sendo os mais importantes o nacional e o internacional, representam 64% e 61%, respetivamente. O mercado local e regional possuem uma frequência de 10% e 19%, de respostas respetivamente.

Quadro 10 - Resultados do inquérito sobre os mercados de atividade

Mercados	Nº de respostas	Frequência
Local	11	10%
Regional	20	19%
Nacional	69	64%
Internacional	65	61%

Fonte: Elaboração própria

A questão sobre as fontes de financiamento utilizadas pelas empresas foi adaptada do Inquérito Qualitativo de Conjuntura do Investimento outubro de 2010 e outubro de 2012 realizado pelo INE. Pelo Quadro 11 podemos constatar que o crédito bancário é a principal fonte de financiamento sendo utilizado por 91% das empresas e 62% utilizam o autofinanciamento. De forma residual são utilizados fundos da União Europeia e Empréstimos / Subvenções do Estado, 8% e 2%, respetivamente. De salientar a ausência de utilização de emissões de ações e de obrigações como formas de financiamento.

Quadro 11 - Resultados do inquérito sobre as fontes de financiamento utilizadas

Fontes de Financiamento	Nº de respostas	Frequência
Autofinanciamento	66	62%
Crédito Bancário	97	91%
Emissão de ações	0	0%
Emissão de Obrigações	0	0%
Empréstimos / Subvenções do Estado	2	2%
Fundos da União Europeia	9	8%

Fonte: Elaboração própria

Estes resultados evidenciam características típicas do Modelo Continental de financiamento, em que existe uma preferência muito forte pelo autofinanciamento e pelo crédito bancário e em que o papel da Bolsa e dos mercados de capital é reduzido.

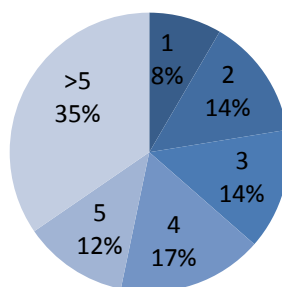
É possível deduzir que a hierarquia ótima de financiamento enunciada pela teoria do *peacking order* não se aplica a este estudo. A teoria do *peacking order* pressupõe que as empresas preferem utilizar primeiro o autofinanciamento, em segundo a emissão de dívida (financiamento externo) e por fim o recurso à emissão de capital. No presente estudo as empresas preferem primeiro o recurso a dívida, seguida do autofinanciamento e a opção de emissão de capital não é sequer escolhida.

Na Figura 12 é possível analisar o número de Instituições Bancárias com que a empresa trabalha. As empresas que trabalham com mais de 5 bancos representam

35% das respostas, com 5 bancos trabalham 12% e com 4 bancos 17% das empresas. As empresas que trabalham com 2 e 3 bancos possuem a mesma percentagem de 14% e por fim 8% trabalham apenas com um banco.

Seria interessante verificar se as empresas que trabalham com mais bancos têm mais dificuldades ou necessidades de financiamento face às empresas que trabalham com menos bancos ou se a escolha de trabalhar com mais bancos relaciona-se com uma forma de obter condições mais vantajosas e diferenciadoras.

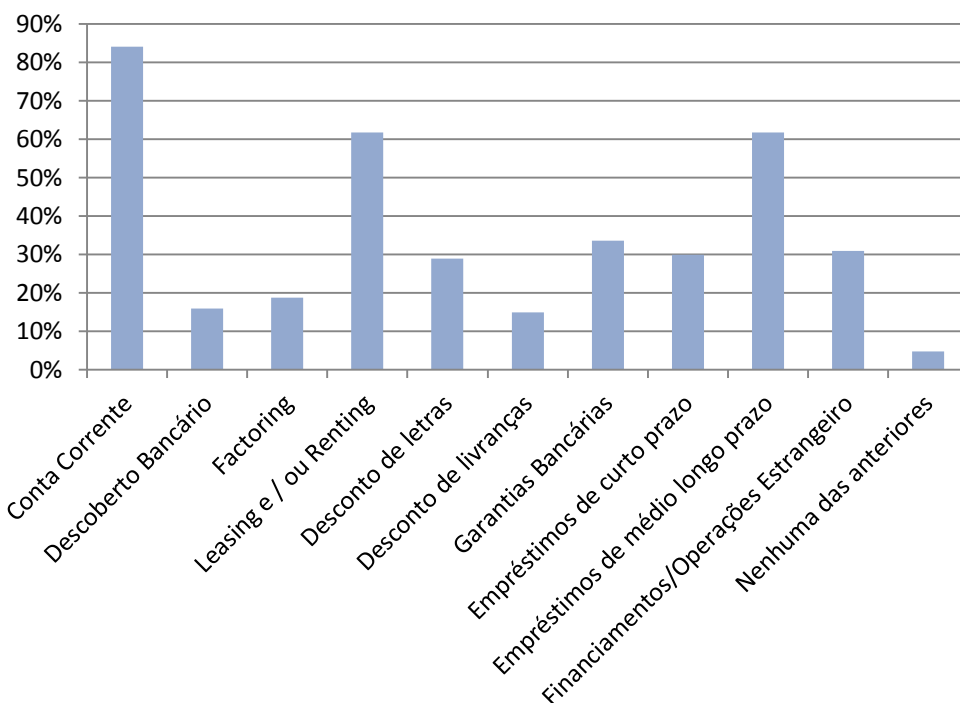
Figura 12 - Resultados do inquérito sobre o número de Bancos com que as empresas trabalham.



Fonte: Elaboração própria

O produto bancário mais utilizado pelas empresas é a conta corrente com 84% das respostas, seguem-se o *leasing* / *renting* e os empréstimos de médio longo prazo (superior a um ano) com 62%. Com cerca de 30% de respostas estão as garantias bancárias, os financiamentos / operações de estrangeiro, os empréstimos de curto prazo (inferior a um ano) e o desconto de letras. O *factoring*, descoberto bancário e o desconto de livranças surgem com 19%, 16% e 15% das respostas, respetivamente. As empresas que não utilizam nenhum destes produtos representam 5% das respostas.

Figura 13 - Resultados do inquérito sobre os produtos utilizados pelas empresas.



Fonte: Elaboração própria

O resultado do inquérito em relação à relevância atribuída aos produtos bancários aproxima-se com a escolha dos produtos utilizados pelas empresas. Na análise destes resultados um dos inquéritos foi “perdido”, devido à ausência de resposta, pelo que a base da amostra são 106 inquéritos.

Os produtos bancários com maior média, mediana e moda são a conta corrente, os empréstimos de médio longo prazo e o *leasing / renting*. Por outro lado os produtos bancários menos relevantes e consequentemente com média, mediana e moda mais baixos, são o descoberto bancário, o *factoring* e o desconto de livrança (Quadro 12).

Os produtos bancários com maior desvio padrão são a utilização de financiamentos / operações de estrangeiro, os empréstimos de médio longo prazo e os empréstimos de curto prazo.

Quadro 12 - Resultados do inquérito sobre a relevância atribuída aos produtos utilizados pelas empresas

Relevância dos Produtos Bancários	Média	Mediana	Moda	Padrão Desvio	relevante	Nada relevante	Pouco indesejado	Estou	Relevante	Muito Relevante
Conta corrente	3,89	4	4	1,368	16,04%	0,94%	0,00%	44,34%	38,68%	
Descoberto bancário	1,80	1	1	1,276	64,15%	15,09%	1,89%	14,15%	4,72%	
<i>Factoring</i>	1,91	1	1	1,342	58,49%	19,81%	2,83%	10,38%	8,49%	
<i>Leasing e / ou Renting</i>	2,98	4	4	1,380	22,64%	19,81%	1,89%	48,11%	7,55%	
Desconto de letras	1,97	2	1	1,230	49,06%	28,30%	2,83%	16,04%	3,77%	
Desconto de livranças	1,71	1	1	1,023	56,60%	29,25%	1,89%	11,32%	0,94%	
Garantias bancárias	2,35	2	1	1,360	36,79%	29,25%	1,89%	26,42%	5,66%	
Empréstimos de curto prazo	2,28	2	1	1,426	45,28%	19,81%	2,83%	25,47%	6,60%	
Empréstimos de médio longo prazo	3,57	4	5	1,562	22,64%	4,72%	1,89%	34,91%	35,85%	
Financiamentos/Operações estrangeiro	2,67	2	1	1,626	39,62%	15,09%	2,83%	23,58%	18,87%	

Fonte: Elaboração própria

Para obtenção de um financiamento bancário as empresas atribuem maior relevância (Quadro 13) à livrança subscrita pela empresa e à livrança com aval dos sócios como garantias necessárias. No total mais de 60% das empresas consideram essas garantias como relevantes ou muito relevantes para a obtenção de financiamento bancário, o que é confirmado pelas medianas e modas de 4 (relevante)

Os convenants / cartas conforto são o tipo de garantia que apresenta uma média mais baixa, inferior a 2 (pouco relevante e nada relevante) e uma mediana e moda de 1 (nada relevante).

A garantia hipotecária e a garantia mútua apresentam médias de 2,56 e 2,6, respetivamente, o que indica uma relevância intermédia entre as empresas que atribuem e não atribuem relevância a estes tipos de garantias.

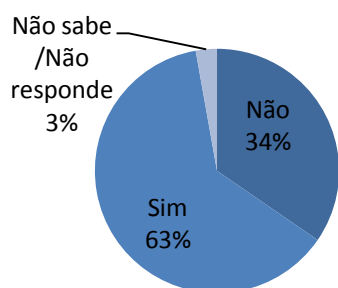
Quadro 13 - Resultado do inquérito sobre a relevância das garantias para a obtenção dos financiamentos.

Relevância das Garantias	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	relevante	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Livrança subscrita pela empresa	3,23	4	4	1,40	19,63%	14,95%	2,80%	47,66%	14,95%	
Livrança subscrita pela empresa com aval pessoal	3,57	4	4	1,47	18,69%	6,54%	6,54%	35,51%	32,71%	
Penhor de valores	2,18	2	1	1,34	42,99%	28,04%	3,74%	18,69%	6,54%	
Garantia hipotecária	2,56	2	1	1,52	39,25%	15,89%	6,54%	26,17%	12,15%	
Garantia mútua	2,60	3	1	1,39	34,58%	14,95%	11,21%	34,58%	4,67%	
Convenants / Carta conforto	1,88	1	1	1,16	52,34%	25,23%	8,41%	10,28%	3,74%	

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à questão sobre se existem dificuldades no acesso ao financiamento bancário, 63% das empresas respondeu que existem dificuldades, 34% responderam que não existem dificuldades e 3% não manifestaram opinião (Figura 14).

Figura 14 - Resultado do inquérito sobre a questão se existem dificuldades ao acesso de financiamento bancário.



Fonte: Elaboração própria

No Quadro 14 são avaliadas quais as principais dificuldades no acesso ao financiamento bancário apontadas pelas empresas. As elevadas taxas de juro e comissões e despesas associadas, a média destas duas dificuldades é superior a quatro, a que corresponde que mais de 80% das empresas considera que estas dificuldades são relevantes ou muito relevantes.

Em termos médios os fatores menos relevantes apontados são o tempo de resposta (3,54) e os montantes aprovados (3,73).

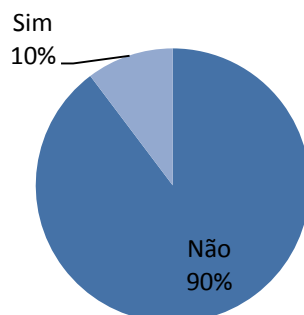
Quadro 14 - Resultado do inquérito sobre as dificuldades no acesso ao financiamento bancário

Dificuldades no Acesso	Média	Mediana	Moda	Padrão	Desvio	relevante	Nada	relevante	Pouco	indeciso	Estou	Relevante	Relevante	Muito
Taxa de Juro	4,10	5	5	1,236	7,48%	8,41%	0,93%	32,71%	50,47%					
Comissões e despesas	4,00	4	5	1,259	8,41%	8,41%	2,80%	35,51%	44,86%					
Montante aprovado	3,73	4	4	1,300	11,21%	9,35%	5,61%	42,99%	30,84%					
Tempo de resposta	3,54	4	4	1,348	10,28%	18,69%	5,61%	37,38%	28,04%					
Garantias exigidas	3,78	4	4	1,334	11,21%	9,35%	6,54%	36,45%	36,45%					

Fonte: Elaboração própria

Foi colocada a questão sobre se a empresa nos últimos dois anos realizou algum aumento de capital (Figura 15) ao qual responderam não, 90% das empresas e 10% responderam que sim, a que corresponde em termos absolutos 11 empresas.

Figura 15 - Resposta ao inquérito à questão se a empresa realizou aumento de capital nos últimos dois anos



Fonte: Elaboração própria

Das 11 empresas que realizaram o aumento de capital foi colocada a questão sobre qual a modalidade do aumento de capital utilizada. A entrada de capital dos acionistas atuais foi a que obteve mais respostas (73%), 27% responderam que foi através de incorporação de reservas e 18% através da conversão de suprimentos (Quadro 15).

Apenas uma empresa teve a entrada de um novo acionista. As respostas transformação de dívida em capital e incorporação de prestações suplementares de capital não obtiveram qualquer resposta.

Quadro 15 - Resposta ao inquérito sobre a modalidade utilizada no aumento de Capital

Modalidade do aumento de Capital	Nº de respostas	Percentagem
Entrada de capital dos acionistas atuais	8	73%
Entrada de capital de novos acionistas	1	9%
Incorporação de reservas	3	27%
Conversão de suprimentos	2	18%

Fonte: Elaboração própria

Das 96 empresas que responderam que não realizaram aumento de capital nos últimos dois anos foi colocada a questão da razão para a empresa não ponderar a utilização / financiamento por entrada de novo capital. A esta questão 35% das empresas respondeu que não existiu ou necessitou de aumentar o capital social e 27% que os proprietários não tencionam perder o controlo da empresa (Quadro 16).

Outras razões importantes apresentadas foram a dimensão e estrutura da empresa, encontrados outros recursos financeiros e os proprietários não tencionam diluir o capital da empresa com 24%, 23% e 22% respetivamente.

Quadro 16 - Resposta ao inquérito sobre os motivos para a empresa não ponderar a entrada de novo capital.

Motivos para a não entrada de novo capital	Nº de respostas	Percentagem
O(s) proprietário(s) não tencionam investir mais	16	16,67%
O(s) proprietário(s) sente(m) que o pedido seria recusado	10	10,42%
O pedido de financiamento por capitais é difícil e demorado	15	15,63%
O(s) proprietário(s) não tencionam perder o controlo do negócio	26	27,08%
O(s) proprietário(s) não tencionam diluir o capital da empresa	21	21,88%
Obrigações de divulgação de informação	5	5,21%
Dimensão e estrutura da empresa;	23	23,96%
Não foi necessário novo ou adicional capital próprio	34	35,42%
Encontrados outros recursos financeiros	22	22,92%
Nenhuma das anteriores	3	3,13%

Fonte: Elaboração própria

A forma de financiamento alternativa mais utilizada pela empresa é o financiamento com recurso a Garantia Mútua, com 51% das respostas, 36% das empresas não utilizou nenhuma das formas de financiamento alternativas sugeridas (Quadro 17). O papel comercial possui 16% de respostas e o Programa PME Consolida 10%. A percentagem de respostas para os empréstimos obrigacionistas, sociedades de capital de risco e *crowdfunding* são inferiores a 6%.

Estes resultados demonstram que não existe um recurso e uma utilização de formas de financiamento alternativas pelas empresas de maneira significativa, por outro lado, de salientar o importante papel que os empréstimos com recurso a Garantia Mútua apresentam.

Quadro 17 - Resposta ao inquérito sobre as formas de financiamento alternativas já utilizadas pela empresa.

Formas de financiamento alternativas	Nº de respostas	Percentagem
Papel comercial	17	16%
Empréstimos obrigacionistas	2	2%
Financiamento com recurso a Garantia Mútua	55	51%
Sociedades de Capital de Risco	6	6%
Programa PME Consolida	11	10%
<i>Crowdfunding</i>	1	1%
<i>Business Angel</i>	3	3%
Nenhuma das anteriores	38	36%

Fonte: Elaboração própria

No Quadro 18, apresentam-se os resultados da questão de quais as formas alternativas que a empresa pondera utilizar nos próximos dois anos, 43% das empresas refere que não irá utilizar nenhuma das formas de financiamento alternativas sugeridas. O financiamento com recurso a Garantia Mútua obtém 37% das respostas, valor inferior ao obtido relativo a situações passadas. A utilização de papel comercial e o Programa PME Consolida possuem 13% de respostas cada. As restantes resposta são relativamente baixas: Sociedades de Capital de Risco, Empréstimos Obrigacionistas e adesão ao Alternext com percentagens de 7%, 4% e 3%, respetivamente.

A utilização de formas de financiamento alternativas não é, em grande medida, tida em atenção no momento da escolha das formas de financiamento a utilizar nos próximos anos, apesar das atuais dificuldades que existem nas formas de financiamento tradicionais, nomeadamente, no financiamento bancário.

Quadro 18 - Resposta ao inquérito sobre as formas de financiamento alternativas que a empresa pondera utilizar nos próximos dois anos.

Formas de financiamento alternativas	Nº de respostas	Percentagem
Papel Comercial	14	13,08%
Empréstimos Obrigacionistas	4	3,74%
Financiamento com recurso a Garantia Mútua	40	37,38%
Sociedades de Capital de Risco	8	7,48%
Programa PME Consolida	14	13,08%
<i>Crowdfunding</i>	1	0,93%
Adesão ao Alternext	3	2,80%
<i>Business Angel</i>	2	1,87%
Nenhuma das anteriores	46	42,99%

Fonte: Elaboração própria

Tendo em conta a identificação das principais vantagens na adesão ao Alternext foi elaborada uma questão para avaliar a relevância que as empresas atribuem a essas vantagens (Quadro 19).

As vantagens elencadas no questionário em relação à entrada no Mercado do Alternext foram consideradas relevantes ou muito relevantes, o que demonstra uma perspetiva positiva e de reconhecimento das oportunidades decorrentes da entrada em bolsa.

As principais vantagens atribuídas à entrada no Mercado do Alternext são o aumento da visibilidade e notoriedade, o acesso ao mercado de capitais e a possibilidade de mobilizar fundos para financiar o seu crescimento, cuja média é de 3.5, 3.4 e 3.38, respetivamente.

Quadro 19 - Resposta ao inquérito sobre as vantagens da entrada no Mercado do Alternext

Vantagens na adesão ao Alternext	Média	Mediana	Moda	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Favorecer o crescimento externo	3,20	4	4	12,15%	14,95%	20,56%	45,79%	6,54%
Mobilizar fundos para financiar o seu crescimento	3,38	4	4	10,28%	12,15%	16,82%	50,47%	10,28%
Aumento da visibilidade e notoriedade	3,50	4	4	12,15%	7,48%	13,08%	52,34%	14,95%
Aceder ao mercado de capitais	3,40	4	4	13,08%	8,41%	15,89%	50,47%	12,15%
Facilitar o recrutamento	2,51	2	2	20,56%	35,51%	16,82%	26,17%	0,93%
Estruturação da empresa	3,14	4	4	12,15%	16,82%	20,56%	45,79%	4,67%
Antecipar possíveis problemas de sucessão	2,78	3	4	17,76%	26,17%	20,56%	31,78%	3,74%

Fonte: Elaboração própria

As vantagens que são menos valorizadas pelas empresas são a facilidade de recrutamento, com uma moda e mediana de pouco relevante e a antecipação de possíveis problemas de sucessão, com uma mediana de “estou indeciso”, apesar da moda ser relevante (4).

O aumento do endividamento das empresas é considerado pela maioria das empresas como relevante ou muito relevante face ao aumento do risco tanto para acionistas como para os detentores da dívida, conforme é possível ver no quadro 20. Este resultado reflete a abordagem da teoria de Durand (1952) em que o aumento do endividamento provoca o aumento do risco para os acionistas e para os detentores da

dívida, sendo exigido um prêmio maior para os seus investimentos. Em situações extremas fica implícito o risco de falência resultante de um endividamento excessivo.

Quadro 20 - Aumento do endividamento / aumento do risco

Relações de Conceitos	Média	Mediana	Moda	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Aumento do endividamento								
/ Aumento do risco para os acionistas	3,99	4	4	1,87%	11,21%	3,74%	52,34%	30,84%
Aumento do endividamento								
/ Aumento do risco para os detentores da dívida	3,85	4	4	2,80%	14,02%	9,35%	42,99%	30,84%

Fonte: Elaboração própria

Daskalakis e Psillak, (2009) consideram que o sistema jurídico desempenha um papel fundamental na disponibilidade de financiamento externo de uma empresa, com especial relevância nas PME. No nosso estudo as respostas são ambíguas, de acordo com o Quadro 21, cerca de 46% das empresas consideram a relação sistema jurídico / Acesso ao financiamento como relevante ou muito relevante, cerca de 33% consideram que é pouco relevante e 9% responderam que era nada relevante.

Quadro 21 - Sistema jurídico / Acesso ao financiamento

Relações de Conceitos	Média	Mediana	Moda	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Sistema jurídico / Acesso ao financiamento	3,04	3	4	9,35%	32,71%	12,15%	36,45%	9,35%

Fonte: Elaboração própria

A pergunta seguinte tem por objetivo verificar se as empresas têm em atenção teorias de fiscalidade no momento de escolher as suas estruturas de capitais e formas de financiamento. O Quadro 22, indica-nos que cerca de 50% das empresas consideram relevante e 11,21% muito relevante. Este resultado contradiz o estudo de Pettit e Singer (1985) que consideram as questões fiscais de pouca importância para as PME, porque estas empresas são menos suscetíveis de gerar elevados lucros e, portanto, são menos propensas ao uso do benefício fiscal da dívida.

Quadro 22 - Benefícios fiscais / Decisões da estrutura de capitais e formas de financiamento

Relações de Conceitos	Média	Mediana	Moda	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Benefícios fiscais / Decisões da estrutura de capitais e formas de financiamento	3,36	4	4	9,35%	17,76%	12,15%	49,53%	11,21%

Fonte: Elaboração própria

O Quadro 23 mostra que cerca de 74% das empresas considera que com o SNC existirá informação mais credível e homogénea, o que poderá melhorar a qualidade da informação contabilística produzida melhorando o relacionamento que mantêm com os bancos (Baas e Schrooten, 2006) e melhorar as condições de acesso ao crédito bancário, Hall et al (2004).

Quadro 23 - Teoria da assimetria da informação

Relações de Conceitos	Média	Mediana	Moda	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
SNC / Informação mais credível e homogénea	3,69	4	4	3,74%	14,95%	7,48%	56,07%	17,76%

Fonte: Elaboração própria

A questão da maturidade dos ativos versus a maturidade do passivo é uma das questões fundamentais do equilíbrio financeiro. Cerca de 66% das empresas considera essa questão relevante ou muito relevante (Quadro 24). Este resultado está condicente com o estudo de Graham e Harvey (2001), que através de um inquérito a 392 *Chief Financial Officer's* (CFO's) – concluíram que as PME procuram financiar os seus investimentos com dívida, cuja maturidade seja similar à dos ativos que a mesma irá financiar.

Quadro 24 - Maturidade dos ativos e maturidade do passivo

Relações de Conceitos	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Maturidade dos passivos / Maturidade dos ativos financiados	3,59	4	4	1,027	2,80%	16,82%	14,02%	51,40%	14,95%

Fonte: Elaboração própria

O Quadro 25 mostra que as empresas consideram muito relevante ou relevante (no total 82.24% das respostas), o clima macroeconómico do país na influência do endividamento das empresas de curto e de longo prazo. Michaelas et al

(1999) consideram que em períodos de recessão económica as empresas recorrem mais ao endividamento de curto prazo para responderem a problemas momentâneos de tesouraria. Durante esses períodos de abrandamento económico, os grandes investimentos tendem a ser adiados. Quando a economia começa a crescer e as empresas aumentam os lucros, liquidam os financiamentos de curto prazo, e começam a implementar os grandes investimentos que haviam sido adiados, aumentando assim o endividamento de longo prazo.

Quadro 25 - Clima macroeconómico / Níveis de endividamento de curto e de longo prazo

Relações de Conceitos	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Clima macroeconómico / Níveis de endividamento de curto e de longo prazo	3,97	4	4	0,926	1,87%	8,41%	7,48%	55,14%	27,10%

Fonte: Elaboração própria

No Quadro 26 analisamos mais detalhadamente como as empresas caracterizam algumas variáveis macroeconómicas da envolvente empresarial em Portugal.

O funcionamento da justiça foi caracterizado como “muito mau funcionamento” por 39,3% das empresas e como “mau funcionamento” por 43,9%. De acordo com Daskalakis e Psillak, (2009) o sistema jurídico desempenha um papel fundamental na disponibilidade de financiamento externo de uma empresa, com especial relevância nas PME.

A burocracia é outro dos fatores macroeconómicos apontados por 85% das empresas como tendo um “muito mau funcionamento” ou “mau funcionamento”.

A concorrência / regulação teve 41% de respostas como “mau funcionamento” e 32% estão indecisos.

Quadro 26 - Resposta ao inquérito sobre o clima macroeconómico.

Questões Macroeconómicas	Média	Mediana	Moda	Muito mau funcionamento	Mau funcionamento	Estou indeciso	Bom funcionamento	Muito bom funcionamento
Funcionamento da justiça	1,86	2	2	39,3%	43,9%	9,3%	6,5%	0,9%
Burocracia	1,91	2	2	30,8%	55,1%	7,5%	5,6%	0,9%
Concorrência/Regulação	2,58	2	2	9,3%	41,1%	31,8%	17,8%	0,0%
Fiscalidade	2,50	2	2	12,1%	48,6%	16,8%	22,4%	0,0%
Rigidez da legislação laboral	2,35	2	2	18,7%	48,6%	13,1%	18,7%	0,9%
Capital humano	3,50	4	4	4,7%	13,1%	19,6%	53,3%	9,3%
Financiamento	2,88	3	2	8,4%	35,5%	18,7%	34,6%	2,8%
Prazos de pagamento pelas entidades públicas	1,92	2	1	38,3%	38,3%	16,8%	6,5%	0,0%
Energia	2,40	2	2	17,8%	46,7%	14,0%	20,6%	0,9%
Licenciamento	2,25	2	2	21,5%	43,0%	24,3%	11,2%	0,0%
Inovação	3,14	3	4	4,7%	25,2%	25,2%	41,1%	3,7%
Baixo poder de compra da população	2,18	2	2	26,2%	40,2%	24,3%	8,4%	0,9%

Fonte: Elaboração própria

A fiscalidade, a rigidez da legislação laboral e a energia são apontadas como “mau funcionamento” por cerca de 50% das empresas.

O fator capital humano foi o que apresentou uma média mais elevada de todos os fatores (3,5) e uma mediana e moda de “bom funcionamento”.

O fator financiamento teve respostas mais díspares, foi considerada como “mau funcionamento” e “bom funcionamento” por cerca de 35% das respostas e 19% das empresas demonstraram indecisão.

O prazo médio de pagamento das entidades públicas foi considerado por cerca de 76% das empresas como tendo um “muito mau funcionamento” ou “mau funcionamento”

O licenciamento e o baixo poder de compra da população foi considerada por cerca de 40% das empresas como um fator de “mau funcionamento”.

O fator inovação a seguir ao fator capital humano foi o que apresentou maior média (3,14), 41% das empresas considerou existir um “bom funcionamento”.

4.2 – Análise Fatorial às condições de financiamento

A Análise Fatorial pressupõe a existência de um menor número de variáveis não observáveis subjacentes aos dados que expressam o que existe em comum nas variáveis iniciais.

Podemos consultar no Quadro 27 o valor de KMO (0,717) que, de acordo com Pestana e Gageiro (2005), é uma boa Análise Fatorial e uma vez que o teste de Bartlett tem associado um nível de significância de 0,000 leva-nos à rejeição da hipótese da matriz das correlações na população ser a matriz identidade, mostrando assim que a correlação entre algumas variáveis é estatisticamente significativa.

Quadro 27 - KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,717
	Approx. Chi-Square	495,489
Bartlett's Test of Sphericity	df	28
	Sig.	,000

Fonte: Elaboração própria

No **Erro! A origem da referência não foi encontrada.** apresentamos os resultados da Análise Fatorial, utilizando para a extração dos fatores o Método das Componentes Principais. Para efetuar a rotação dos eixos fatoriais utilizámos o método ortogonal Varimax com normalização de Kaiser. Verificamos no Quadro 28 que os

valores próprios dos três fatores são todos superiores a 1 (critério de Kaiser foi cumprido).

Quadro 28 - Variância total explicada

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3,284	41,048	41,048	3,284	41,048	41,048	3,249	40,618	40,618
2	1,844	23,047	64,094	1,844	23,047	64,094	1,851	23,136	63,755
3	1,538	19,231	83,325	1,538	19,231	83,325	1,566	19,571	83,325

Fonte: Elaboração própria. Extraction Method: Principal Component Analysis.

A Análise Fatorial resultou na extração de três fatores responsáveis por 83,325% da variância total (Quadro 28). A variância não explicada, de 16,675%, poderá estar relacionada com outros fatores menos relevantes, resultantes de outras combinações das variáveis.

Quadro 29 - Matriz das componentes

	Component			
	1	2	3	
Aumento da visibilidade e notoriedade nacional e internacional	0,914	0,077	0,002	Fator 1: Crescimento da Empresa
Aceder ao mercado de capitais	0,911	0,096	0,011	
Mobilizar fundos para financiar o seu crescimento	0,902	0,023	-0,133	
Favorecer o crescimento externo	0,873	-0,061	0,058	
Comissões e despesas	0,012	0,957	-0,041	Fator 2: Custo do Empréstimo
Taxa de juro	0,07	0,956	-0,008	
Funcionamento da Justiça	0,02	-0,051	0,881	Fator 3: Aspetos Burocráticos
Burocracia (enquadramento legal e administrativo)	-0,05	0,006	0,876	
Cronbach's Alpha	0,923	0,911	0,706	

Fonte: Elaboração própria. Extraction Method: Principal Component Analysis. Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

No Quadro 29 o Alpha de Cronbach indica-nos que estamos perante uma consistência interna excelente no fator 1 (Alpha de Cronbach = 0,923) e no fator 2

(Alpha de Cronbach = 0,911), uma consistência interna aceitável no fator 3 (Alpha de Cronbach = 0,706).

Relativamente ao Fator 1 (Quadro 29), a observação das variáveis que contribuem para explicar este fator permite-nos concluir que estamos perante as variáveis relacionadas com a capacidade da empresa crescer com a entrada em bolsa. Este fator é explicado pelo aumento da visibilidade e notoriedade nacional e internacional, o acesso ao mercado de capitais, a possibilidade de mobilização de fundos para financiar o seu crescimento e permitir o crescimento externo.

Podemos verificar que as empresas atribuem grande importância às vantagens da entrada em bolsa como o Alternext para potenciar o seu crescimento externo. Temos presente que muito ainda tem ser feito para elucidar e potencializar a entrada de mais empresas em bolsa. Um maior número de empresas em bolsa poderá significar empresas mais fortes e dinâmicas, permitindo o desenvolvimento das empresas e da economia nacional.

Para o Fator 2 contribuem duas variáveis, as comissões e despesas cobradas e as taxas de juros praticadas. Estas duas variáveis são representativas dos principais fatores de dificuldade no acesso ao crédito bancário, neste caso são os custos do empréstimo que mais penalizam as empresas.

Os elevados custos dos financiamentos tradicionais e os consequentes impedimentos ao desenvolvimento e crescimento de novos ou atuais projetos vão influenciar a procura de outras formas de financiamento que consigam dar vida a esses projetos.

Para o Fator 3 contribuíram as variáveis relacionadas com aspetos burocráticos, como o funcionamento da justiça e a burocracia generalizada com o enquadramento legal e administrativo.

As empresas para crescerem e desenvolverem os seus projetos necessitam de um melhor funcionamento da justiça e da simplificação dos aspetos burocráticas.

CONCLUSÕES

O presente trabalho foi realizado poucos anos após a crise financeira do *subprime* e conseqüente efeito de contágio às restantes economias que provocaram alterações profundas da realidade económica e social dos vários países afetados.

Durante a elaboração deste trabalho Portugal esteve sob um Programa de Assistência Económica e Financeira, conseqüência da elevada dívida pública do país e das dificuldades de financiamento do país nos mercados financeiros.

A crise bancária que afetou algumas Instituições Bancárias, provou a diminuição do nível de concessão de crédito à economia e o aumento dos custos de financiamento.

É neste contexto que foi realizado o trabalho e foi solicitado às empresas a resposta ao questionário elaborado. A pertinência e atualidade do estudo deve-se ao facto das questões colocadas serem sobre a realidade e vivência das empresas, das suas escolhas e decisões mas também sobre as suas dificuldades e necessidades.

As ações para conhecer a realidade e as situações que nos rodeiam permitem tomar medidas para melhorar e alterar o futuro das nossas decisões. O processo de decisão está no centro do estudo, pois é a decisão que permite escolher a estrutura de capital da empresa, qual o melhor momento para investir, quais as fontes de financiamento a utilizar, quais os melhores produtos financeiros. No processo de decidir é fundamental o papel do conhecimento das opções disponíveis e das suas características.

A revisão da literatura permitiu conhecer algumas das principais teorias que existem sobre a temática do financiamento e aplicá-las em algumas questões.

Os resultados do inquérito apontam para a aplicabilidade da teoria de Durand (1952) em que um aumento do endividamento das empresas é considerado pela maioria das empresas como relevante ou muito relevante face ao aumento do risco tanto para acionistas como para os detentores da dívida.

O estudo não permitiu uma conclusão clara sobre se as PME do distrito do Porto consideram o papel do sistema jurídico fundamental na disponibilidade de financiamento externo, conforme concluiu Daskalakis e Psillak, (2009).

As empresas têm em conta os benefícios fiscais na escolha das suas estruturas de capitais e formas de financiamento, resultado que contradiz o estudo de Pettit e Singer (1985) que consideram as PME menos suscetíveis de gerar elevados lucros e, portanto, menos propensas ao uso do benefício fiscal da dívida.

A maioria das empresas considera que com o SNC existirá informação mais credível e homogénea, o que poderá melhorar a qualidade da informação contabilística produzida melhorando o relacionamento que mantêm com os bancos (Baas e Schrooten, 2006) e melhorar as condições de acesso ao crédito bancário, Hall et al (2004).

A generalidade das PME que responderam ao inquérito procuram financiar os seus investimentos com dívida, cuja maturidade seja similar à dos ativos que a mesma irá financiar, resultado de acordo com o estudo de Graham e Harvey (2001).

O questionário permitiu concluir que o crédito bancário é a principal fonte de financiamento, sendo utilizado por 91% das empresas, segue-se o autofinanciamento utilizado por 62% das empresas. O financiamento por emissão de ações e obrigações não possuíram respostas, características típicas do Modelo Continental de financiamento, em que existe uma preferência muito forte pelo autofinanciamento e pelo crédito bancário e em que o papel da Bolsa e dos mercados de capital é reduzido.

O produto bancário mais utilizado pelas empresas é a conta corrente com 84% das respostas, seguem-se o leasing / renting e os empréstimos de médio longo prazo (superior a um ano) com 62%. Com cerca de 30% de respostas estão as garantias bancárias, os financiamentos / operações de estrangeiro, os empréstimos de curto prazo (inferior a um ano) e o desconto de letras. O factoring obteve 19% das respostas.

Para obtenção de um financiamento bancário as empresas atribuem maior relevância à livrança subscrita pela empresa e à livrança com aval dos sócios como garantias necessárias.

Observamos que 63% das empresas considera que existem dificuldades no acesso ao financiamento bancário, 34% responderam que não existem dificuldades e 3% não manifestaram opinião, o que permite concluir que a grande maioria das empresas tem dificuldades no acesso ao crédito bancário.

O fator que mais contribui para as dificuldades no acesso ao crédito bancário são os custos do empréstimo: comissões e despesas cobradas e as taxas de juros praticadas.

Este resultado poderia significar que as empresas estariam mais propensas para a utilização de formas de financiamento alternativas, situação que não veio a verificar-se.

De acordo com os resultados do inquérito, 36% das empresas não utilizou nenhuma das formas de financiamento alternativas sugeridas e 43% das empresas também não pondera vir a utilizar nenhuma das formas de financiamento alternativas sugeridas nos próximos dois anos. Estes dados são reveladores de alguma rigidez que existe na utilização de formas de financiamento tradicionais, apesar das dificuldades admitidas no seu acesso.

Por outro lado, as vantagens de adesão ao Mercado bolsista do Alternext parecem cativar as empresas pelos benefícios que apresentam. O resultado da análise fatorial permitiu concluir que são fatores a ter em conta o aumento da visibilidade e notoriedade nacional e internacional, o acesso ao mercado de capitais, a possibilidade de mobilização de fundos para financiar o seu crescimento e permitir o crescimento externo.

Os aspetos burocráticos (funcionamento da justiça e a burocracia generalizada com o enquadramento legal e administrativo) foram outros fatores apontados pelas empresas como entraves ao seu crescimento e desenvolvimento.

A utilização de fontes de financiamento diversificadas e alternativas, é um processo demorado, tendo em conta que, as formas de financiamento tradicionais estão bastante enraizadas na génese das PME e na mentalidade dos seus dirigentes.

O agravamento e limitações das condições de financiamento tradicionais poderia ser uma forma indireta de incentivar a utilização de formas de financiamento alternativas, mas até ao momento não se verifica esta tendência. O acesso ao mercado de capitais parece estar ainda dedicado às Grandes empresas.

Limitações e perspectivas futuras de investigação

O percurso de investigação foi marcado pelo rigor, empenho e dedicação para produzir o melhor estudo possível as notas que deixo são recomendações para futuras pesquisas.

A escolha pela opção de construir o questionário de raiz, apesar de se considerar um trabalho mais aplicado ao estudo e à revisão da literatura que foi realizada, provoca um esforço suplementar face à opção de adotar um estudo e um inquérito pré existe.

Ressalva-se também o facto de existirem concelhos com poucas ou nenhuma respostas ao inquérito o que poderá ser um fator limitativo do presente estudo.

Seria curioso o alargamento do inquérito a nível nacional e proceder a comparações das respostas entre os vários distritos ou a obtenção de respostas de Grandes empresas e relacionar com as respostas das PME realizando comparações das formas de financiamento utilizadas, produtos utilizados e a sensibilidade à adesão ao Alternext.

Tendo em conta as dificuldades na obtenção de respostas aos inquéritos, seria interessante proceder-se ao estudo de caso da entrada de uma empresa nacional ao Alternext, especificando as formas, os meios e os procedimentos a ter em conta no seu processo de adesão, podendo incluir o método de entrevista aos intervenientes do processo.

BIBLIOGRAFIA

- Alcarva, P. (2011). *A banca e as PME - Como gerir com eficácia o relacionamento entre as PME e a banca*. Vida Económica – Editorial, SA. Porto.
- Baas, T. e Schrooten, M. (2006). *Small business economics*, vol. 27, issue nº2-3, pp. 127-137.
- Batista, C. D. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do Modelo de Corporate Governance em Portugal*. Tese de Mestrado em Finanças. Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto.
- Bentes, S. (1997). *O capital de risco em Portugal: Uma atividade emergente*. Dissertação de Mestrado em Ciências Empresarias. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Lisboa.
- Brick, I. E., e Ravid, A. S. (1991). Interest rate uncertainty and the optimal debt maturity structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.56, issue nº 1, pp. 63–81.
- Cardador, H. (2007). *Determinantes na opção de adesão ao factoring em Portugal - um estudo empírico*. Tese de Mestrado em Gestão. Instituto Superior de Economia e Gestão - Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa.
- Carvalho, R. (2013, 7 de março). Exportadoras apostam em soluções de crédito inovadoras. *Diário Económico*, p. 10.
- CMVM. (outubro de 2012). *Obrigações*. Lisboa.
- Daskalakis, N. e Psillaki, M. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, vol. 33, issue nº 3, pp. 319-333.
- Decreto Lei nº 104/2009, de 12 de maio. *Diário da República nº 104/09*, Lisboa
- Decreto Lei nº 105/2009, de 12 de maio. *Diário da República nº 91/09*, Lisboa
- Demirguc-Kunt, A. e Beck, T. (2006). Small and Medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, vol 3, issue nº 11, pp. 2931-2943.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Boston Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.

- Durand, D. (1952). Cost of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement". *Conference on Research on Business Finance*. Universities National Bureau of Economic Research, New York, pp. 215-262.
- Durand, D. (1959). The cost of capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. Comment". *American Economic Review*, vol. 49, issue n° 4, pp.639-655.
- Espírito Santo, C. I. e Pimentel, S. M. (2004). *Capital de risco*. Trabalho elaborado na disciplina de Gestão de Carteiras de Investimento, Mestrado em Finanças, ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa.
- Fama, E. F. e French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, vol. 15, issue n.º1, pp. 1-33.
- Flannery, M. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance*, vol. 41, issue n° 1, pp. 19-37.
- Frank, M., e Goyal, V. (2006). *Corporate leverage: How much do managers really matter?* Working Paper.
- Garantia Mútua. (março de 2007). Manual da Garantia Mútua. Acedido em 30 de abril de 2013, em <http://www.ideram.pt/files/Manual.pdf>.
- Garcia, J. L. e Mira, S. F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, vol. 31, issue n° 2, pp.117-136.
- García-Teruel, P. J. e Martínez-Solano, P. (2004). Short term debt in Spanish SMEs. *International Small Business*, vol. 25, issue n° 6, pp. 579-602.
- García-Teruel, P. J. e Martínez-Solano, P. (2010). Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. *International Small Business Journal*, vol. 28, issue n° 3, pp. 215-233.
- George, D., e Mallery, P. (2003), *SPSS for Windows step by step: A simple guide and reference, 11.0 atualização, 4ª edição*, Allyn & Bacon. Boston.
- Gomes, P. R. (2011). *Fenómenos de ciclicidade nas dinâmicas de crescimento do leasing e do factoring*. Tese de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e

- Finanças Empresariais. Instituto Superior de Economia e de Gestão - Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa.
- GPEARI – Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais, Ministério das Finanças. Financiamentos do BEI em Portugal. Acedido em 02 de fevereiro de 2013, em <http://www.gpeari.min-financas.pt/relacoes-internacionais/relacoes-multilaterais/instituicoes-financeiras-internacionais/instituicoes-europeias/bei/financiamentos-do-bei-em-portugal>
- Graham, J. e Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, vol. 60, issue n° 2-3, pp. 187-243.
- Hall, G., Michaelas, N. e Hutchinson, P. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.31, issue n°5-6, pp. 711-728.
- Harris, M. e Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, vol. 46, issue n.º 1, pp. 297-355.
- Hart, O. e Moore, J. (1994). A theory of debt based on the inalienability of human capital. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, issue n° 4, pp. 841–879.
- IAPMEI, Newsletter n° 10, maio de 2007
- IFB - Instituto de Formação Bancária. (2002). *Produtos bancários e financeiros*. 2ª edição, APB / IFB, Lisboa.
- INE. (2011). Inquérito de conjuntura ao investimento. *Inquérito de outubro de 2010*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.
- INE. (2012). Inquérito de conjuntura ao investimento. *Inquérito de outubro de 2011*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.
- INE. (2014). Inquérito de conjuntura ao investimento. *Inquérito de outubro de 2013*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.
- INE. (2014). *Empresas em Portugal 2012*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, issue n.º 4, pp. 305-360.

- Jong, A., Kabir, R. e Nguyen, T. (2008). Capital structure around the world: the roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, issue n° 9, pp. 24-25.
- Korajczyk, R. e Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, vol. 68, issue n°1, pp. 75-109.
- Leite, M. P. (2012). *Crowdfunding: Fatores críticos para financiar um projeto com sucesso*. Tese de Mestrado em Economia e Gestão da Inovação, Faculdade de Economia do Porto - Universidade do Porto, Porto.
- Lucas, D. e McDonald, R. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *Journal of Finance*, vol. 45, issue 4, pp. 1019-1043.
- Majluf. (1984). Corporate financing and investments decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of financial Economics.*, vol. 13, issue n° 2, pp. 187-222.
- Marôco, J. (2010), *Análise Estatística com utilização o PASW Statistics (ex-SPSS)*. Report Number. Pêro Pinheiro.
- Marques, M. A. (2008). Alternext: um mercado bolsista para empresas de pequena e média dimensão. *Empreender*, pp. 4-7.
- Marsch, K., Schmieder, C. e Aerssen, K. F. (2010). Does banking consolidation worsen firms access to credit? Evidence from the German economy. *Small Business Economics*, vol. 35, issue n° 4, pp. 449-465.
- Matias, M. N. (2009). *O relacionamento bancário e o financiamento das PME: Uma revisão da literatura*. Working Paper n° 27. Instituto politécnico de Leiria, Leiria.
- Mediador do Crédito. (2011). Informação sobre produtos, institutos jurídicos e conceitos relacionados com o crédito. Lisboa.
- Michaelas, N., Chittenden, F. e Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, vol. 12, issue n° 2, pp. 113-130.

- Modigliani, F. e Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, vol. 53, issue n° 3, pp.433-443.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, vol.48, issue n° 3, pp. 261-297.
- Moutinho, P. (20 de junho de 2012), Ardinias voltaram à bolsa para apregoar a boa nova: Alternext já fala português, *Jornal de Negócios*, pp. 22-23.
- Myers, S. C. (1976). The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, vol. 5, issue n°2, pp. 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, vol. 39, issue n.º 3, pp. 575-592.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, issue n.º 2, pp. 81-102.
- NYSE Euronext. Nouvelle offre obligataire pour les PME-ITI. Acedido em 02 de maio de 2013, em https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/eu-14365_emission_obligataire_130319.pdf
- Oliveira, A. C. (2011). *O papel das sociedades de Garantia Mútua no apoio ao financiamento*. Projeto Profissionalizante Mestrado em Gestão. Faculdade de Economia - Universidade de Coimbra, Coimbra.
- Oliveira, D. (2011). *Financiamento através do crédito comercial: evidência em Portugal*. Dissertação de Mestrado em Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial, Universidade de Aveiro, Aveiro.
- Pestana, M. e Gageiro, J., (2005), *Análise de dados para Ciências Sociais: A complementaridade do SPSS*. 4ª edição, Edições Sílabo. Lisboa.
- Pettit, R. e Singer, R. (1985). Small business finance: a research agenda. *Financial Management*, vol. 14, issue n° 3, pp. 47-60.
- PME Investimentos. (s.d.). Acedido em 02 de fevereiro de 2013, em <http://www.pmeinvestimentos.pt/>
- PORDATA (2012). Retrato de Portugal PORDATA, Indicadores de 2010, 1ª edição, Fundação Francisco Manuel dos Santos, Lisboa. p. 36.

- Recomendação da Comissão nº 2003/361/CE de 6 de maio de 2003. (s.d.). Acedido em 12 de fevereiro de 2013, em <http://www.iapmei.pt/resources/download/r6maio2003.pdf>.
- Rodrigues, A. (1995). Capital de risco. *Revista Portuguesa de gestão*, pp. 25-36.
- Sá, A. I. (2012). *O papel do fundo de maneio das pequenas e médias empresas*. Vila do Conde: Dissertação Mestrado em Finanças Empresarias. Escola Superior dos Estudos Industriais e de Gestão - Instituto Politécnico do Porto, Porto.
- Serrasqueiro, Z. e Nunes, P. N. (2012). *Is age a determinant of SMEs' financing decisions? Empirical evidence using panel data models*. *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 16, issue nº 4, pp.627-654.
- Silva Júnior, P. F. (2012). *A estrutura do capital das PME e das grandes empresas: uma análise comparativa*. Dissertação de Mestrado em Gestão. Faculdade de Economia - Universidade de Coimbra, Coimbra.
- Silva, A. (2010). Banco Europeu de Investimento. Actividade na União Europeia e em Portugal. *GPEARI – Ministério da Finanças*, pp. 1-10.
- Silva, E. (2011). *Gestão financeira: análise de fluxos financeiros*. 5ª edição, Vida Económica – Editorial, SA, Porto.
- Silva, L. (1995). Evolução do capital de risco em Portugal. *Revista Portuguesa de Gestão*, pp. 5-10.
- Silva, P. (2007). *Manual do empreendedor*. ISBN 978-972-8793-19-7. Instituto Politécnico de Leiria, Leiria.
- Stiglitz, J. (1969). A Re-Examination of the Modigliani – Miller Theorem. *The American Economic Review*, vol. 59, issue 5, pp. 784-793.

WEBGRAFIA

[http://ppl.com.pt/pt/evento-fcg.](http://ppl.com.pt/pt/evento-fcg)

<https://nyse.nyx.com/>

www.alf.pt/

www.apba.pt/

www.apcri.pt/

www.bportugal.pt

www.pmeinvestimentos.pt/

www.pordata.pt

www.portugal.gov.pt/

www.qren.pt

www.spgm.pt/

ANEXOS

Inquérito

Este questionário foi realizado no âmbito da Dissertação de Mestrado em Finanças, da Universidade Portucalense, tem como objetivo estudar as fontes de financiamento tradicionais e alternativas das PME do distrito do Porto e é dirigido a Diretores, Administradores, Acionistas, Sócios-Gerentes.

Assim, vimos solicitar a participação da vossa empresa através do preenchimento de um pequeno questionário que demora cerca de cinco minutos a responder. O questionário é totalmente confidencial e os dados serão tratados de um modo agregado, apenas para fins estatísticos.

1. Características da empresa

1.1 Sede da empresa

1.2 Relação com a empresa

- Administrador
- Sócio Gerente
- Acionista
- Gerente
- Diretor
- Outra:

1.3 Ano de início da atividade da empresa?

AAAA

1.4 Principal sector de atividade da Empresa?

- Sector primário
- Comércio
- Indústria
- Serviços

1.5 Tipo de Sociedade

- Sociedade Anónima
- Sociedade por Quotas
- Sociedade Unipessoal
- Outro:

1.6 Número de colaboradores atual

1.7 Dimensão / estatuto da empresa?

(Decreto-Lei nº 372/2007 de 6 de Novembro de 2007)

- Microempresa
- Pequena empresa
- Média empresa
- Grande empresa
- Não possui / Não Sabe

1.8 As contas da empresa são Certificadas por entidade externa?

- Sim
- Não

1.9 Quais os mercados de atividade da empresa?

- Local
- Regional
- Nacional
- Internacional

1.10. Fontes de Financiamento utilizadas pela empresa:

- Autofinanciamento
- Crédito Bancário

- Emissão de ações
- Emissão de obrigações
- Empréstimos / Subvenções do Estado
- Fundos da União Europeia
- Outra:

2. Formas de Financiamento Tradicionais

2.1 Com quantos Bancos a empresa trabalha?

(0; 1; 2; 3; 4; 5; >5)

2.2 Quais os produtos bancários que a empresa utiliza?

- Conta Corrente
- Descoberto Bancário
- Factoring*
- Leasing e/ou Renting*
- Desconto de Letras
- Desconto de Livranças
- Garantias Bancárias
- Empréstimos de curto prazo (<1 ano)
- Empréstimos de médio longo prazo (>1 ano)
- Financiamentos / Operações Estrangeiro
- Nenhum dos anteriores
- Outros:

2.3 Dos produtos bancários seguintes indique o nível de relevância para a sua empresa.

	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Conta Corrente					
Descoberto Bancário					
<i>Factoring</i>					
<i>Leasing e / ou Renting</i>					
Desconto de letras					
Desconto de livranças					
Garantias Bancárias					
Empréstimos de curto prazo					
Empréstimos de médio longo prazo					
Financiamentos/Operações Estrangeiro					

2.4. Das seguintes garantias, qual a relevância que atribui a cada uma delas para a obtenção de um financiamento bancário?

	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Livrança subscrita pela empresa					
Livrança subscrita pela empresa com aval pessoal					
Penhor de valores					
Garantia hipotecária					
Garantia mútua					
<i>Convenants / Carta conforto</i>					

2.5 Considera que existem dificuldades no acesso ao financiamento bancário?

- Sim
- Não
- Não sabe / Não responde

2.6. Qual a relevância que atribui nas dificuldades de acesso ao financiamento bancário pela sua empresa?

	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Taxa de Juro					
Comissões e despesas					
Montante aprovado					
Tempo de resposta					
Garantias exigidas					

3. Formas de Financiamento Alternativas

3.1 Nos últimos dois anos a empresa realizou aumento / entrada de Capital?

- Sim
- Não

3.2 Qual a modalidade de aumento de capital utilizada?

- Entrada de capital dos acionista atuais;
- Entrada de capital de novos acionistas;
- Transformação de dívida em capital;
- Incorporação de reservas;
- Conversão de suprimentos;

- Incorporação de prestações suplementares de capital;
- Other:

3.3. Das seguintes formas de financiamento alternativas quais as que já utilizou?

- Papel Comercial
- Empréstimos Obrigacionistas
- Financiamento com recurso a Garantia Mútua
- Sociedades de Capital de Risco
- Programa PME Consolida
- Crowdfunding*
- Business Angel*
- Nenhuma das anteriores
- Other:

3.4 Das seguintes formas de financiamento alternativas quais as que pondera utilizar nos próximos dois anos? *

- Papel Comercial
- Empréstimos Obrigacionistas
- Financiamento com recurso a Garantia Mútua
- Sociedades de Capital de Risco
- Programa PME Consolida
- Crowd Funding*
- Adesão ao Alternext
- Business Angel*
- Nenhuma das anteriores
- Outra:

3.5 Classifique as vantagens de entrada em bolsa como o Alternext para uma empresa, numa escala de 1 a 5, em que 1 é nada relevante e 5 muito relevante.

	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Favorecer o crescimento externo					
Mobilizar fundos para financiar o seu crescimento					
Aumento da visibilidade e notoriedade					
Aceder ao mercado de capitais					
Facilitar o recrutamento					
Estruturação da empresa					
Antecipar possíveis problemas de sucessão					

4. Opinião

4.1 Classifique as seguintes relações numa escala de 1 a 5, em que (1) significa nada relacionado e (5) muito relacionado:

	Nada relevante	Pouco relevante	Estou indeciso	Relevante	Muito Relevante
Aumento do endividamento / Aumento do risco para os acionistas					
Aumento do endividamento / Aumento do risco para os detentores da dívida					
Sistema jurídico / Acesso ao financiamento					
Benefícios fiscais / Decisões da estrutura de capitais e formas de financiamento					
SNC / Informação mais credível e homogénea					
Maturidade dos passivos / Maturidade dos ativos financiados					
Clima macroeconómico / Níveis de endividamento de curto e de longo prazo					

4.2 Classifique a envolvente empresarial em Portugal, utilizando uma escala de 1 a 5, em que 1 significa muito mau funcionamento e 5 muito bom funcionamento.

	Nada relacionado	Pouco relacionado	Estou indeciso	Relacionado	Muito relacionado
Funcionamento da justiça					
Burocracia					
Concorrência/Regulação					
Fiscalidade					
Rigidez da legislação laboral					
Capital humano					
Financiamento					
Prazos de pagamento pelas entidades públicas					
Energia					
Licenciamento					
Inovação					
Baixo poder de compra da população					