



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O papel do Portugal 2020 no financiamento das empresas portuguesas

Trabalho Final na modalidade de Dissertação apresentado à Universidade
Católica Portuguesa para obtenção do grau de mestre em Auditoria e
Fiscalidade

por

Ana Carolina Martins Duarte

sob orientação de

Prof. Doutor João Filipe Monteiro Pinto

Católica Porto Business School

março 2016

Agradecimentos

Aos meus pais, que tornaram possível a concretização de todos os meus sonhos e ambições e me apoiaram incondicionalmente em todos os momentos da minha vida.

Ao Tiago, que com todo o amor, dedicação, persistência, paciência e apoio tornou possível a realização e entrega deste trabalho.

Aos meus irmãos, por todas as palavras e gestos de amor, carinho e apoio, e pelo papel essencial que têm na minha vida, e, em especial, à minha irmã pela paciência e ajuda essencial e indispensável nesta fase final.

Aos meus avós, que, já não estando entre nós, foram a minha força, o meu ânimo, a minha ambição e o meu alicerce em todas as caminhadas da minha vida.

A toda a minha família.

À Fernanda e ao António Manuel.

Ao meu orientador por toda a colaboração e apoio.

Ao Eng.º Gil Santos, à Eng.ª Carla Gonçalves e à Dr.ª Isabel Francisco, que tornaram possível a realização do meu estudo clínico.

A todos que de forma direta ou indireta contribuíram para a realização deste trabalho.

No presente trabalho analisou-se o contributo do programa Portugal 2020 para o financiamento das empresas portuguesas, especificamente para as Pequenas e Médias Empresas (PME).

Para dar resposta à questão de investigação – *Qual o contributo do Programa do Portugal 2020 para o financiamento das empresas portuguesas?* –, analisou-se o impacto do financiamento via Portugal 2020 na estrutura de capital das empresas seleccionadas e, conseqüentemente, no seu valor de mercado.

Concluiu-se que os instrumentos do Portugal 2020 permitem não só mitigar problemas de sub-investimento, como aumentar o valor de mercado das empresas por via da redução do seu custo médio ponderado de capital.

De facto, sem este apoio as empresas seleccionadas teriam que realizar o projeto de investimento de forma faseada, numa lógica descontínua e por um período de tempo mais alargado por forma a suavizar a sobrecarga financeira do respetivo investimento. Já no caso de aprovação da candidatura, *i.e.*, de atribuição de cofinanciamento ao projeto, o esforço financeiro exigido será significativamente menor tornando exequível a redução do seu prazo de execução. Assim, a obtenção do incentivo possibilita que os investimentos sejam realizados em tempo útil à concretização dos objetivos propostos.

Finalmente, com base na análise de valor implementada, conclui-se que quando a empresa é financiada por via de qualquer instrumento de financiamento do Portugal 2020, o seu valor de mercado aumenta substancialmente em resultado da diminuição do WACC, confirmando-se o impacto positivo do Portugal 2020 no valor das PME portuguesas.

Palavras-chave: Portugal 2020, Estrutura de Capital, Instrumentos de Financiamento, Criação de Valor.

Abstract

In this project we investigate the *Portugal 2020* contribution for Portuguese companies, specifically for Small and Medium Enterprises (SME).

To address the research question - What is the contribution of the *Portugal 2020* Programme in the financing of Portuguese companies? - we examined the *Portugal 2020* impact on the selected corporates capital structure, and, consequently, on its market value.

We concluded that the *Portugal 2020* financing instruments allow, not only to mitigate underinvestment problems, but also to increase the company market value by reducing its weighted average cost of capital (WACC).

In fact, without this support, the selected companies would have to make this investment project more phased and for a longer period of time in order to moderate the financial liability of the investment project. In the case of application approval, i.e., assignment of co-financing the project, the required financial effort will be significantly lower, which reduces its execution time. Therefore, obtaining the incentive permits the investments' completion in an appropriated time and thus to achieve the proposed objectives.

Finally, we concluded that when the company is financed through *Portugal 2020*, its market value increases substantially as a result of the WACC decrease, confirming the positive impact of *Portugal 2020* in the Portuguese SME market value.

Keywords: *Portugal 2020*, Capital Structure, Financing Instruments, Value Creation.

INTRODUÇÃO	15
PARTE I: O FINANCIAMENTO EMPRESARIAL E OS FUNDOS ESTRUTURAIS	21
1.DA GESTÃO À GESTÃO DO FINANCIAMENTO EMPRESARIAL	21
2.FONTES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS	24
2.1. INTRODUÇÃO.....	24
2.2. FONTES DE FINANCIAMENTO	25
2.3. TEORIAS DE DECISÃO DE FONTES DE FINANCIAMENTO	27
2.3.1. Teoria da irrelevância da estrutura de capitais	28
2.3.2. Modelo Tradicional: teoria do trade-off estático.....	31
2.3.3. Teoria do trade-off.....	35
2.3.4. Teoria da pecking-order	37
2.4. INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO.....	38
2.4.1. Instrumentos de financiamento por dívida	39
2.4.2. Instrumentos de Financiamento por Capitais Próprios	50
3.PORTUGAL 2020	58
3.1. CONTEXTUALIZAÇÃO E DEFINIÇÃO	58
3.1.1. Enquadramento macroeconómico	58
3.1.2. Definição.....	62
3.2. O INSTRUMENTO DE FINANCIAMENTO PORTUGAL 2020.....	63
3.3. COMPETITIVIDADE E INTERNACIONALIZAÇÃO	70
3.3.1. Sistema de Incentivos à Inovação Empresarial e Empreendedorismo	76
3.3.2. Sistema de Incentivos à Qualificação e internacionalização das PME	78
3.3.3. Sistema de Incentivos à Investigação e Desenvolvimento Tecnológico (“SI I&DT”).....	80
4.CONCLUSÕES	82
PARTE II: ANÁLISE EMPÍRICA DO PAPEL DO PORTUGAL 2020 NO APOIO ÀS PME PORTUGUESAS	83
5.METODOLOGIA	83
5.1. PROBLEMA	83

5.2. HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO.....	84
5.3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO.....	85
6. BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO DA EVOLUÇÃO DOS FUNDOS COMUNITÁRIOS: QREN E PORTUGAL 2020.....	87
6.1. EVOLUÇÃO DO CRÉDITO CONCEDIDO ÀS EMPRESAS PORTUGUESAS.....	87
6.2. O QREN EM NÚMEROS.....	89
6.3. O PORTUGAL 2020.....	93
7. O ESTUDO CLÍNICO.....	98
7.1. AVALIAÇÃO DOS INVESTIMENTOS.....	98
7.2. O CASO BEECORK.....	101
7.2.1. <i>O Investimento</i>	103
7.2.2. <i>Impacto do Contrato de Financiamento no Valor da BeeCork</i>	104
7.2.3. <i>O acesso ao financiamento e os problemas de sub-investimento da BeeCork</i>	117
7.3. O CASO DUTEC.....	118
7.3.1. <i>O Investimento</i>	120
7.3.2. <i>Impacto do Contrato de Financiamento no Valor da Dutec</i>	120
7.3.3. <i>O acesso ao financiamento e os problemas de sub-investimento da Dutec</i>	132
PARTE III: CONCLUSÃO.....	134
BIBLIOGRAFIA.....	138

Índice de Gráficos

Gráfico 1: O custo de capital e o custo médio ponderado de capital, segundo Modigliani e Miller (M&M) nas Proposições I e II num cenário de mercados perfeitos.....	29
Gráfico 2: O valor de uma empresa segundo a Proposição I de M&M num cenário de mercado imperfeito (com taxas de imposto e outros custos).....	31
Gráfico 3: O valor de uma empresa segundo a teoria <i>trade-off</i> estática.....	33
Gráfico 4: Teoria do equilíbrio da estrutura de capital	36
Gráfico 5: Metas da estratégia Europa 2020: criação de emprego	64
Gráfico 6: Metas da estratégia Europa 2020: I&D	68
Gráfico 7: Dotações financeiras por Programa e por Fundo.....	69
Gráfico 8: Dotação colocada a concurso no período compreendido entre novembro de 2014 e dezembro de 2015.....	70
Gráfico 10: Evolução do financiamento obtido junto de IC residentes.....	87
Gráfico 11: Estrutura do financiamento obtido junto de IC residentes (2010 e final do primeiro semestre de 2015)	88
Gráfico 12: Empréstimos concedidos a sociedades não financeiras – tva	89
Gráfico 13: Candidaturas aprovadas no PO Fatores de Competitividade	90
Gráfico 14: Evolução da trimestral da taxa de execução por Fundos	92
Gráfico 15: Evolução trimestral da taxa de realização por fundos	93
Gráfico 16: Portugal 2020: Cronograma de concursos por domínio temático	94
Gráfico 17: Portugal 2020: Investimento total submetido a concurso	95

Índice de Tabelas

Tabela 1: Rendimentos Operacionais da BeeCork	104
Tabela 2: Gastos Operacionais da BeeCork.....	105
Tabela 3: Balanço histórico e previsional da BeeCork	108
Tabela 4: Demonstração de Resultados histórica e previsional da BeeCork	109
Tabela 5: Mapa de <i>cash flows</i> do Projeto da BeeCork	110
Tabela 6: Cálculo do CAPM da BeeCork no cenário 1	111
Tabela 7: Cálculo do WACC da BeeCork no cenário 1.....	112
Tabela 8: Cálculo do Valor Residual do projeto da BeeCork no cenário 1 ...	112
Tabela 9: Determinação do VAL do Projeto da BeeCork no cenário 1.....	113
Tabela 10: VAL do Projeto da BeeCork no cenário 1	113
Tabela 11: Cálculo do CAPM da BeeCork no cenário 2	114
Tabela 12: Cálculo do WACC da BeeCork no cenário 2.....	115
Tabela 13: Cálculo do Valor Residual do projeto da BeeCork no cenário 2 .	115
Tabela 14: Determinação do VAL do Projeto da BeeCork no cenário 2.....	116
Tabela 15: VAL do Projeto da BeeCork no cenário 2	116
Tabela 16: Rendimentos Operacionais da Dutec.....	121
Tabela 17: Gastos Operacionais da Dutec	121
Tabela 18: Balanço histórico e previsional da Dutec.....	124
Tabela 19: Demonstração de Resultados histórica e previsional da Dutec ..	125
Tabela 20: Mapa de <i>cash flows</i> do Projeto da Dutec.....	126
Tabela 21: Cálculo do CAPM da Dutec no cenário 1	127
Tabela 22: Cálculo do WACC da Dutec no cenário 1	128
Tabela 23: Cálculo do Valor Residual do projeto da Dutec no cenário 1.....	128
Tabela 24: Determinação do VAL do Projeto da Dutec no cenário 1	129
Tabela 25: VAL do Projeto da Dutec no cenário 1.....	129
Tabela 26: Cálculo do CAPM da Dutec no cenário 2.....	130
Tabela 27: Cálculo do WACC da Dutec no cenário 2	130

Tabela 28: Cálculo do Valor Residual do projeto da Dutec no cenário 2.....	131
Tabela 29: Determinação do VAL do Projeto da Dutec no cenário 2	131
Tabela 30: VAL do Projeto da Dutec no cenário 2.....	132

Índice de Figuras

Figura 1: Evolução do conceito de gestão até à gestão do financiamento.....	23
Figura 2: Estrutura de capital.....	34
Figura 3: Diferenças entre a emissão de obrigações e um empréstimo bancário	50
Figura 4: Dotações para os Fundos Estruturais e de Investimento (FEEI)	65
Figura 5: Prioridades de intervenção dos fundos comunitários	66
Figura 6: Domínio temático Competitividade e Internacionalização	71
Tabela 7: Orçamento do Compete 2020	75
Figura 8: Questionário realizado à BeeCork	117
Figura 9: Questionário realizado à Dutec.....	133

Índice de Quadros

Quadro 1: SI inovação empresarial e empreendedorismo.....	76
Quadro 2: SI Qualificação e internacionalização das PME	79

BCE	Banco Central Europeu
CAE	Classificação das atividades económicas portuguesas
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CCF	<i>Capital Cash Flow</i>
CVM	Código dos valores mobiliários
FCF	<i>Free Cash Flow</i>
FEADER	Fundo europeu agrícola de desenvolvimento rural
FEAMP	Fundo europeu dos assuntos marítimos e das pescas
FEDER	Fundo europeu de desenvolvimento regional
FEEI	Fundos europeus estruturais e de investimento
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSE	Fundo social europeu
GDP	<i>Gross domestic product</i>
I&D	Investigação e desenvolvimento
I&DT	Investigação e desenvolvimento tecnológico
I&I	Investigação e inovação
IC	Instituições de crédito
INE	Instituto nacional de estatística
IRC	Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas
M&M	Modigliani & Miller
MBI	<i>Management buy-in</i>
MBO	<i>Management buy-out</i>
N.E.	Não especificado
NUT	Nomenclatura das unidades territoriais
NWC	<i>Net working capital</i>
OT	Objetivo temático
PME	Pequenas e médias empresas

PO	Programa Operacional
QREN	Quadro de referência estratégica nacional
SI	Sistema de incentivos
SI&I	Sistema de investigação e inovação
SME	<i>Small and medium enterprises</i>
TIC	Tecnologias de informação e comunicação
TIR	Taxa interna de rendibilidade
U.E.	União Europeia
VAL	Valor atualizado líquido
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

Introdução

Tendo subjacente a perspetiva financeira, as empresas procuram ajustar o seu processo produtivo e investir com o objetivo último de incrementar os seus *cash flows* e, conseqüentemente, criarem valor. No entanto, quando o autofinanciamento não é suficiente para cumprir tais objetivos, as empresas têm de recorrer ao financiamento externo, *i.e.*, capital próprio ou endividamento.

Desta forma, são objetivos desta dissertação:

- descrever os principais determinantes da escolha estratégica dos instrumentos de financiamento, *i.e.*, da determinação da estrutura de capital de uma empresa;
- identificar os principais instrumentos de financiamento disponíveis às empresas e analisar o impacto da sua escolha no valor de mercado das empresas; e
- determinar o contributo do Portugal 2020 para o financiamento e o valor das PME.

No presente trabalho são expostas diversas alternativas de financiamento, desde as mais tradicionais (financiamento por dívida ou financiamento por capitais próprios) até à análise do novo Portugal 2020.

Este relatório encontra-se organizado em 3 partes (a Parte I estruturada em 4 capítulos, a Parte II que integra 3 capítulos, e, finalmente, a Parte III).

Inicialmente, numa dissertação que incide sobre o Portugal 2020 – um Programa Quadro baseado na inovação e nos fatores de competitividade das empresas –, o primeiro capítulo, faz uma breve referência ao ecossistema de mudança e de forte turbulência em que as empresas vivem diariamente, em particular no plano financeiro empresarial onde estas competem a um nível

global sem reciprocidade de regras e de meios. De facto, a inovação¹ apresenta-se como a chave da competitividade, e esta começa, desde logo, pelo fator humano, capaz de ser criativo, flexível e visionário.

Assim, num segundo ponto, analisa-se a forma como a escolha do tipo de financiamento afeta a estrutura de capital de uma empresa, e consequentemente, o seu valor de mercado.

O estudo sobre o financiamento das empresas e sobre qual o impacto, no valor da empresa, da escolha da combinação entre capital próprio e endividamento, para financiar os seus ativos, tem origem no trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958). Posteriormente, diferentes autores estudaram esta problemática, não só em termos de escolha da combinação ótima (decisão estratégica), mas igualmente no que respeita à escolha dos instrumentos de financiamento mais adequados dentro de cada categoria (decisão tática). No entanto, tiveram sempre subjacente a necessidade de tomar uma decisão acerca de qual o meio de financiamento mais adequado para maximizar o valor da empresa. Dos referidos estudos destacaram-se (i) a teoria tradicional da teoria da irrelevância da estrutura de capitais, (ii) a teoria do *trade-off*, e (iii) a teoria da *pecking-order*.

¹ “A inovação é um processo contínuo. As empresas realizam constantemente mudanças em produto e processo e buscam novos conhecimentos, e vale lembrar que é mais difícil medir um processo dinâmico do que uma atividade estática” (FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos, 1997, p. 21).

Segundo o referido manual, existem “quatro tipos de inovações que encerram um amplo conjunto de mudanças nas atividades das empresas: inovações de produto, inovações de processo, inovações organizacionais e inovações de marketing” (FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos, 1997, p. 23).

Assim teremos:

- inovação no produto, que envolve “mudanças significativas nas potencialidades de produtos e serviços”;
- inovação no processo, assente em “mudanças significativas nos métodos de produção e de distribuição”;
- inovação organizacional quando se trata da “implementação de novos métodos organizacionais, tais como mudanças em práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas da empresa”;
- inovação de marketing quando está envolvida a “implementação de novos métodos de marketing, incluindo mudanças no design do produto e na embalagem, na promoção do produto e sua colocação, e em métodos de estabelecimento de preços de bens e de serviços” (FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos, 1997, p. 23).

No capítulo 2, são ainda apresentados os diversos instrumentos de financiamento disponíveis para as PME, e, não obstante a análise dos financiamentos de médio e longo prazo, analisam-se também os instrumentos de financiamento de curto prazo.

Dadas as teorias de decisão de financiamento anteriormente referidas, e perante o novo Portugal 2020 em reflexão, no capítulo 3 são apresentadas algumas questões elementares como, por exemplo, quais os objetivos por detrás da origem deste Programa, quais as suas principais características, a que contextos procuram responder e quais os seus principais beneficiários.

Conhecendo esta realidade, surgem questões de maior complexidade, nomeadamente, qual a razão que justificou a aposta da União Europeia no desenvolvimento de um novo programa de financiamento por um lado e, por outro lado, qual o contributo do Portugal 2020 para uma melhoria das condições de financiamento das empresas portuguesas.

É neste contexto que este estudo se enquadra, dado que procura expor uma multiplicidade de tipologias de financiamento disponíveis às empresas, com destaque para os instrumentos destinados às Pequenas e Médias Empresas (PME). Adicionalmente, dada a importância dos programas de apoio comunitário no apoio financeiro a estas empresas, dá-se também especial relevância, no capítulo 3, ao tema “Portugal 2020”.

Quando as empresas têm de decidir se vão ou não investir num determinado projeto de investimento ou têm que escolher um projeto entre vários projetos de investimento mutuamente exclusivos, necessitam de determinar o seu valor de mercado. Nesta avaliação desempenha papel fundamental a forma como a própria empresa está a pensar financiar cada projeto. É neste âmbito que surge a Parte II: de facto, o programa Portugal 2020, pelas suas características particulares na forma de financiamento de projetos e empresas, terá impacto no seu valor.

Assim, no âmbito desta realidade procura-se descrever as características do financiamento por via do Portugal 2020.

Tendo como enquadramento a significativa importância de programas anteriores, nomeadamente o Quadro de Referência Estratégica Nacional (QREN) – Quadro Comunitário que vigorou de 2007 a 2013 –, no contexto ao financiamento das PME portuguesas, a questão que motiva o presente estudo é: *Qual o contributo do Programa do Portugal 2020 para o financiamento das empresas portuguesas?*

Neste sentido, é domínio do presente estudo a conceção, desenvolvimento e avaliação do financiamento nas empresas, através do estudo do contributo do Portugal 2020 e do seu impacto na dinâmica empresarial.

No capítulo 5, são apresentados o problema explanadas as hipóteses de investigação e explicada a metodologia de investigação seguida. Foram então desenvolvidas duas hipóteses de investigação. A saber:

- Hipótese I: O Portugal 2020 permite resolver problemas de sub-investimento no seio das empresas portuguesas; ou seja, o incentivo, como fonte de financiamento, é indispensável para que as empresas em análise realizem os investimentos ambicionados.
- Hipótese II: O Portugal 2020 incentiva o investimento em projetos que, de outra forma, não seriam implementados pois não seriam suficientemente rentáveis para que os beneficiários os realizassem; *i.e.*, aumenta significativamente o valor criado para os seus promotores.

Já a metodologia de investigação baseia-se num estudo clínico (apresentado no capítulo 7); ou seja, procede-se à análise do Valor Atualizado Líquido (VAL) gerado pelos projetos das duas empresas selecionadas, tendo presente a sua estrutura de capital e os instrumentos de financiamento contratados e/ou a contratar. As duas empresas analisadas apresentaram uma candidatura no âmbito do Sistema de Incentivos à Inovação Empresarial e

Empreendedorismo (SI Inovação) e do Sistema de Incentivos à Qualificação e Internacionalização das PME (SI Qualificação e Internacionalização PME), no âmbito do Portugal 2020. Este instrumento de financiamento reveste a forma de incentivo reembolsável.

O capítulo 7 permite, assim, confirmar as hipóteses colocadas.

De facto, foi possível demonstrar que a escolha do financiamento é relevante para a estrutura de capitais das empresas, tendo o instrumento de financiamento no âmbito do Portugal 2020 aumentado significativamente o valor criado para os seus promotores quando comparado com o valor das mesmas num cenário de contratação de outras alternativas de financiamento (hipótese II).

Quanto à hipótese I, concluiu-se que o Portugal 2020 permite resolver problemas de sub-investimento no seio das empresas portuguesas; ou seja, o incentivo, como fonte de financiamento, é indispensável para que as empresas em análise realizem os investimentos ambicionados. Desta forma, confirmou-se também esta hipótese. Por conseguinte, foi concluído que ambos os projetos, apesar de avançarem independentemente da aprovação ou não da candidatura, teriam que ser efetuados de uma forma mais gradual e inconsistente e, bem assim, num período de tempo consideravelmente maior. Este facto poderia promover um atraso no processo de desenvolvimento o que teria impacto na competitividade da Empresa a médio e/ou longo prazo, nomeadamente, porque qualquer atraso na iniciação do projeto, poderia possibilitar, por exemplo, uma vantagem para as empresas concorrentes, reduzindo por esta via o potencial de exportação do produto ou prestação do serviço.

Por fim, na Parte III, apresentam-se as conclusões, bem como sugestões para futuras investigações.

Este trabalho contribui, assim, para aumentar a perceção sobre o funcionamento do programa Portugal 2020 e sobre como é que as PME nacionais poderão beneficiar com tal programa de incentivos. Adicionalmente, contribui também para a literatura empírica sobre decisões de financiamento, demonstrando que a aprovação de uma linha de financiamento ao abrigo do Portugal 2020 tem dois impactos fundamentais, a saber: (i) permite resolver problemas de sub-investimento, na medida em que potencial a implementação de investimentos que não se realizariam de outra forma ou que seriam atrasados na sua implementação; e (ii) aumenta o valor desses projetos de investimento ao reduzir o seu custo de oportunidade do capital.

Parte I: O Financiamento Empresarial e os Fundos Estruturais

1. Da Gestão à Gestão do Financiamento Empresarial

Ao realizar qualquer trabalho no contorno das ciências sociais e humanas é praticamente obrigatório a necessidade de enquadrá-lo no tempo em que é efetuado. Em especial, se esse tempo é de mudanças profundas e aceleradas e se o seu entendimento agrega distintas visões, disciplinas científicas e perspectivas tecnológicas que emergem em vagas incessantes.

Dada a polissemia do termo “Conhecimento” ou da controvérsia na sua definição, Sveiby (1998) sugere que esta se deve substituir por competência neste contexto. O conhecimento é, neste sentido, a interpretação dos dados e da informação de acordo com aquilo que determinado indivíduo viveu (experiência, cultura, etc.). Assim, o conhecimento é da ordem da ação e encontra-se constantemente em mudança. Por outro lado, o saber é algo indissociável da pessoa. A gestão é introduzida, desde logo, como um elemento fundamental e essencial na gestão do conhecimento e na organização das sociedades e, por conseguinte, das empresas.

Uma outra vertente bastante específica da gestão, e a mais relevante para o presente trabalho, é a gestão financeira. De facto, de acordo com Pinto et al. (2006), a gestão financeira representa um conjunto de metodologias e técnicas destinadas a assegurar o seu financiamento e a gerir os seus recebimentos e pagamentos correntes, num esforço de alcançar uma eficiente racionalização das decisões de investimento.

Desta forma, e de acordo com a mesma fonte, a gestão financeira poderá centrar-se em três áreas de atuação: gestão de tesouraria; gestão de investimentos; e gestão do financiamento.

Tal como referido por Johnson, Scholes e Whittington (2009), a gestão de tesouraria visa a conciliação dos recebimentos, dos pagamentos e dos recursos afetos ao exercício da atividade corrente. Trata então da gestão dos fluxos financeiros correntes da empresa, sempre com o objetivo de assegurar que esta dispõe dos recursos financeiros para fazer face aos pagamentos do dia a dia.

Por outro lado, segundo Dewett e Jones (2001), a gestão de investimentos refere-se a uma atividade de médio e longo prazo, sendo da responsabilidade da gestão de topo. É nesta fase que são decididos quais os investimentos a adotar e quais os mecanismos que a organização deverá efetuar. Por conseguinte, segundo os autores, tendo por base os objetivos estratégicos da organização, e com o estudo da rentabilidade das diferentes possibilidades de investimento, é tomada uma decisão na tentativa de obtenção da maximização do valor para a empresa.

Por fim, a gestão de financiamento, que está diretamente relacionada com o presente estudo. O financiamento, como se verificará posteriormente, poderá ser efetuado com recurso a capitais próprios, a capitais alheios, ou ainda mediante combinação das duas fontes de financiamento. A teoria financeira e a generalidade dos autores (nomeadamente, Ross, Westerfield e Jordan (2003), Damodaran (2001)) recomendam uma avaliação de oportunidades em ativos reais baseada no cálculo do custo do capital como taxa de desconto para avaliação de projetos, nomeadamente, do capital próprio ou do custo médio ponderado de capital, consoante a natureza dos fluxos descontados.

De acordo com os autores, o custo do capital, destaca-se numa ótica de médio e longo prazo, assumindo um papel essencial no processo de decisão estratégica de uma empresa. De facto, os métodos de avaliação de projetos de investimento, como o VAL, requerem uma taxa de desconto para atualizar os

cash flows esperados². Adicionalmente, por vezes é necessária uma comparação entre o custo do capital e a denominada taxa interna de rentabilidade (TIR) do projeto investimento.

É, desta forma, que a gestão compreende um papel fulcral na compreensão e tomada de decisão, designadamente, o custo do capital pode influenciar a decisão de aceitar ou rejeitar projetos de investimentos e, conseqüentemente, na criação de riqueza para os acionistas.

Em suma, verifica-se a evolução do conceito de gestão com recurso ao raciocínio que a figura seguinte explicita.

Figura 1: Evolução do conceito de gestão até à gestão do financiamento



² Um valor atual dos *cash flows* estimados superior ao custo do investimento significa que o projeto de investimento é rentável e deverá ser realizado; mas se o oposto acontecer: o valor atual dos *cash flows*, for inferior ao montante do investimento, o projeto não deverá ser realizado, uma vez que não demonstra rentabilidade.

2. Fontes de financiamento das empresas

2.1. Introdução

Existem inúmeras fontes e instrumentos de financiamento ao alcance das empresas.

De acordo com Brealey, Myers e Allen (2007), existem duas fontes de financiamento genéricas: por um lado, o financiamento por capitais próprios (designadamente, autofinanciamento e emissão de ações ordinárias ou preferenciais), e por outro, o financiamento por recurso a capitais alheios (nomeadamente, empréstimos bancários, empréstimos obrigacionistas, *leasing*, papel comercial, entre outros³).

Além destes instrumentos puros, de dívida ou capital próprio, existem ainda instrumentos financeiros híbridos, que convergem em instrumentos financeiros de dívida, mas divergem no tratamento fiscal de um pagamento específico realizado por intermédio desse instrumento.⁴

Esta alternativa, que combina as características dos dois tipos de financiamento genéricos, traduz-se em prestações suplementares, obrigações participantes, ou obrigações convertíveis. O presente estudo não incidirá sobre este tipo de instrumentos de financiamento, abordando apenas os instrumentos de financiamento puros.

Os capitais próprios não têm qualquer contrapartida fixa de remuneração, isto é, podem, ou não, ser remunerados em função da rentabilidade gerada pela empresa. Por outro lado, no que respeita ao capital alheio, os credores financeiros têm garantida uma remuneração definida e um esquema de reembolso dos capitais aportados previamente definido.

³A este respeito consultar Soares, I., Moreira, J., Pinho, C., & Couto, J. (2015). *Decisões de Investimento: Análise Financeira de Projetos* (4th ed.). Lisboa: Edições Sílabo.

⁴ A este respeito *vide* Organisation for Economic Co-operation and Development, 2012, p. 7 § 10.

Em suma, as empresas confrontam-se com a necessidade de, no dia a dia, tomar dois grandes tipos de decisões de financiamento: (i) decisão estratégica, a qual passa por escolher o *mix* ou combinação entre capital próprio e dívida para o financiamento dos seus projetos de investimento; e (ii) decisões táticas, que incidem sobre a escolha das tipologias de instrumentos de financiamento (via capital próprio ou endividamento) que mais se adequam às suas necessidades.

No presente capítulo serão abordadas as principais alternativas de financiamento, de médio e longo prazo, ao dispor das empresas portuguesas.

2.2. Fontes de financiamento

De acordo com Santos (1981) existem duas fontes principais de financiamento, a saber: (i) por dívida ou capitais alheios; e (ii) por capitais próprios.

De seguida, elencam-se e descrevem-se os principais determinantes da escolha estratégica dos instrumentos de financiamento; *i.e.*, da determinação da estrutura de capitais de uma empresa.

Sendo o objetivo financeiro de uma empresa a maximização da utilidade dos investidores e do seu valor de mercado, Van Horne & James (1992) refere que a decisão de financiamento de uma empresa, e a conseqüente escolha da combinação ótima dos diferentes instrumentos de financiamento, se revelam fatores críticos para a maximização do seu valor de mercado e, simultaneamente, para a minimização do seu custo de capital. De acordo com os tradicionalistas, o custo médio ponderado de capital resulta da combinação do custo médio ponderado do capital alheio e do capital próprio da empresa (Gitman, 2003). De facto, o custo médio ponderado de capital decresce em função do rácio de endividamento, isto é, à medida que o capital próprio, como fonte de financiamento, vai sendo alicerçado por capital alheio

(dívida). Evidencia-se, assim, uma combinação ótima de ambas as fontes pela maximização do valor da empresa (correspondente à minimização do seu custo médio ponderado de capital).

Efetivamente, e de acordo com o autor, as diversas fontes de financiamento apresentam custos distintos.

Desde logo, a dedutibilidade dos juros da dívida para efeitos fiscais influencia o custo do capital alheio, implicando uma vantagem fiscal deste face aos dividendos e/ou mais-valias e juros repartidos entre acionistas e credores, sujeitos a tributação. De facto, os juros da dívida são custos fiscais, dedutíveis da base tributável do imposto, em detrimento dos dividendos resultantes do capital próprio, que são tributados para efeitos fiscais.

Decorrente desta realidade, Modigliani e Miller (1963) concluíram que a estrutura ótima de capital será aquela que for totalmente constituída por capital alheio. No entanto, e apesar das suas conclusões, os autores ressaltaram que as empresas não devem endividar-se a 100%, *“so as to leave themselves with an emergency reserve of unused borrowing power”* (Modigliani & Miller, 1963, p. 441).

Neste sentido, também Brigham e Houston (1999) aportaram valor a este tema, evidenciando a relação entre o nível de endividamento e os custos de falência. De acordo com os autores, um aumento do capital alheio acima de um determinado limiar, impacta negativamente nos custos de falência da empresa, por via da redução dos benefícios fiscais resultantes do endividamento.

Na verdade, são diversos os fatores que determinam a escolha e o respetivo peso de cada uma das fontes de financiamento acima citadas - não se esgotando nas vantagens fiscais anteriormente descritas - destacando-se ainda, designadamente, o risco de negócio, a dimensão da empresa, a composição do seu ativo, a rentabilidade, e o crescimento.

No entanto, segundo Pettit e Singer (1985), independentemente do fator dimensão, as decisões de financiamento têm na sua base o custo e a natureza das diversas fontes de financiamento disponíveis à empresa.

De acordo com Couto e Ferreira (2009), os fatores relacionados com (i) a dimensão; (ii) a tangibilidade; (iii) o risco de negócio; (iv) as vantagens fiscais não resultantes do endividamento; e (v) o lucro, evidenciam-se determinantes na estrutura de capital das empresas, e por isso, na escolha da(s) tipologia(s) de financiamento das empresas.

Não obstante, segundo os autores, *“existem características de cada empresa da amostra que, embora não estando incluídas nas variáveis independentes, determinam o nível de endividamento”*, designadamente; (i) fatores comportamentais específicos dos gestores; (ii) grau de desenvolvimento tecnológico da empresa; (iii) condições de acesso e desenvolvimento do mercado de capitais português; e (iv) outros aspetos inerentes à envolvente económica e institucional do mercado de capitais português (Couto & Ferreira, 2009, p. 14).

2.3. Teorias de decisão de fontes de financiamento

There is no universal theory of capital structure, and no reason to expect one. There are useful conditional theories, however. The theories differ in their relative emphasis on the factors that could affect the choice between debt and equity. These factors include agency costs, taxes, differences in information, and the effects of market imperfections or institutional or regulatory constraints. Each factor could be dominant for some firms or in some circumstances, yet unimportant elsewhere (Myers, 2003, p. 217).

Segundo Couto e Ferreira (2010), *“a definição da estrutura de capitais e dos fatores que o determinam é essencial para a sobrevivência, performance e criação de valor”* (Couto & Ferreira, 2010, p. 37).

Existem diversas teorias que estudam o impacto do nível de endividamento e, conseqüentemente, da estrutura de capitais, no valor de uma empresa. De seguida são expostas as principais características de cada uma.

2.3.1. Teoria da irrelevância da estrutura de capitais

O debate sobre a temática da estrutura de capital das empresas teve a sua origem com Modigliani e Miller (1958) que, no artigo conceptual titulado “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, demonstraram que, independentemente da forma como uma empresa se financia, ou seja, qualquer que seja o seu nível de endividamento, o seu valor mantém-se, porque o custo de capital permanece inalterado.

Este estudo foi realizado num cenário de mercados perfeitos, completos e sem atritos, tais como impostos, custos de falência, custos de agência, custos de transação, e assimetrias de informação⁵.

Assim, para demonstrar a irrelevância da escolha das fontes de financiamento no valor das empresas, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram duas proposições.

De acordo com a Proposição I, que deriva da *Lei de Conservação de Valor*, “*V is a constant, regardless of the proportions of D and E (...) each firm’s cost of capital is a constant, regardless of the debt ratio D/V*” (Myers, 2003, p. 219). Isto significa que, o valor da empresa está exclusivamente relacionado com os rendimentos gerados pelos seus ativos, sendo constante o valor do ativo qualquer que seja a natureza dos direitos que sobre ele incidam, e o custo

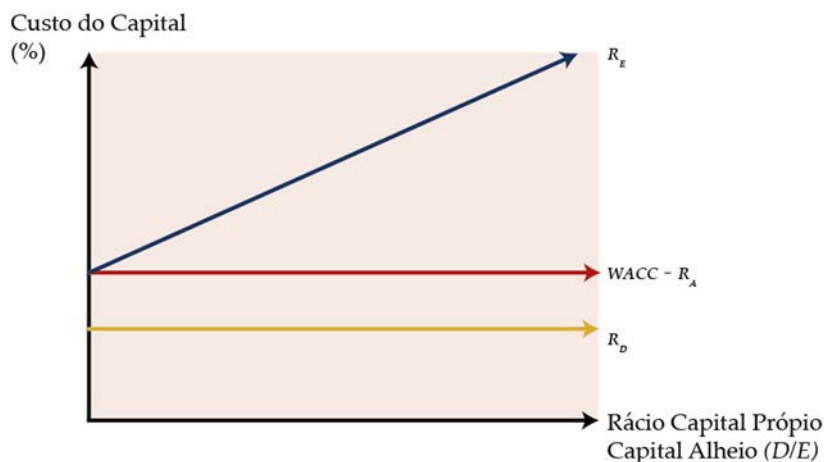
⁵ De acordo com a teoria de *pecking-order* de Myers e Majluf (1984) comprovaram que a assimetria de informação é determinante da estrutura de capital das empresas, influenciando as decisões de financiamento. Segundo Jensen e Meckling (1976), que refere a Teoria de Agência, os problemas decorrentes da decisão de financiamento no seio das empresas, advêm de um conflito de interesses entre o investidor e o gestor/CEO da entidade. Assim, segundo Monks e Minow (2011), a Teoria de Agência estabelece mecanismos eficazes de forma a alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas/proprietários. Neste sentido, os acionistas deverão incluir determinadas limitações e cláusulas nos contractos celebrados, bem como deverão monitorizar a atividade desempenhada pelo gestor, de modo a aproximar os objetivos e interesses de ambos.

médio ponderado de capital igual ao das empresas pertencentes à mesma classe de risco⁶. Assim, nesta perspectiva, o valor da empresa é determinado pelos seus ativos reais, e não com base na proporção dos títulos de dívida e de capitais próprios por ela emitidos.

Por outro lado, a Proposição II está relacionada com a taxa de rentabilidade esperada das ações de uma empresa, sendo definida da seguinte forma: um aumento do endividamento traduz-se no crescimento da taxa de rentabilidade exigida pelos acionistas. (Brealey, Myers e Allen, 2007).

De acordo com os autores, na Proposição II, a taxa de rentabilidade do capital próprio de uma empresa é uma função linear do endividamento. Esta função pode observar-se no gráfico seguinte.

Gráfico 1: O custo de capital e o custo médio ponderado de capital, segundo Modigliani e Miller (M&M) nas Proposições I e II num cenário de mercados perfeitos



Fonte: Ross et al., 2003

Assim, decorrente do efeito financeiro de alavancagem, a taxa de rentabilidade do capital próprio da empresa aumenta com a variação positiva do seu nível de endividamento. No entanto, qualquer incremento na taxa de rentabilidade faz aumentar o risco financeiro suportado pelos acionistas, compensando qualquer aumento da rentabilidade esperado e anulando, conseqüentemente, qualquer benefício para os mesmos.

⁶ Empresas que geram fluxos de *cash flows* semelhantes pertencem à mesma classe de risco.

Mais tarde, em 1963, introduzindo o efeito dos impostos sobre os lucros das empresas, os autores corrigiram o seu modelo inicial; *i.e.*, mantiveram todos os pressupostos iniciais, adaptando apenas o relativo à inexistência de impostos sobre rendimentos das pessoas coletivas.

Dada a desigualdade do tratamento fiscal entre os dividendos distribuídos aos sócios e os juros pagos em resultado do endividamento, os autores introduzem o conceito de “benefício fiscal”⁷. Desta forma, ao seu modelo inicial introduzem uma terceira proposição: o valor de uma empresa endividada é superior ao valor de uma empresa cujo financiamento corresponde a capitais próprios, sendo esta diferença representada pelo valor atual do imposto que deixou de ser devido por via da dívida. Assim, para efeitos de cálculo, o valor da empresa pode ser dado pela seguinte equação:

$$V_L = V_U + [(T_c(r_D)) / r_D] \times D$$

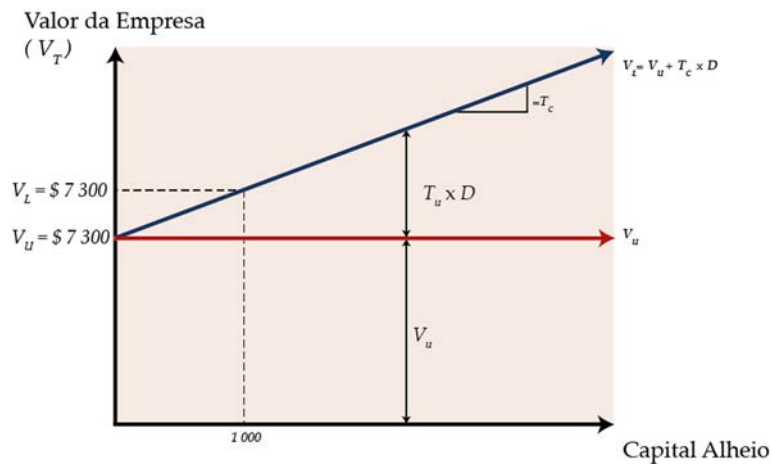
Sendo,

- V_L , o valor da empresa endividada;
- V_U , o valor da empresa não endividada;
- T_c , a taxa de imposto sobre o lucro da empresa;
- r_D , a taxa de juro ou custo da dívida; e
- D , a dívida da empresa.

O gráfico seguinte mostra a relação linear entre o valor da empresa (V_L) e o valor total da sua dívida (D).

⁷ Os encargos financeiros resultantes do financiamento por capital alheio são deduzidos ao resultado das empresas, contrariamente aos dividendos distribuídos aos sócios que são fiscalmente tributados. Surge, assim, o conceito de “benefício fiscal” que corresponde à poupança de impostos resultante da dedução dos respetivos encargos ao resultado da empresa.

Gráfico 2: O valor de uma empresa segundo a Proposição I de M&M num cenário de mercado imperfeito (com taxas de imposto e outros custos)



Fonte: Ross et al., 2003

Segundo os autores, o valor da empresa acompanha o rácio do endividamento, atingindo o seu máximo quando o capital alheio corresponde a 100% do total das fontes de financiamento da empresa.

2.3.2. Modelo Tradicional: teoria do *trade-off* estático

Foi Durand (1952) quem inicialmente abordou a determinação da combinação perfeita entre o capital próprio e a dívida pelo efeito financeiro de alavancagem. De acordo com o autor, o ponto de equilíbrio verifica-se quando o custo marginal de uma unidade de dívida equivale ao custo resultante do incremento da probabilidade da organização apresentar constrangimentos financeiros. Segundo Robichek e Myers (1965), uma estrutura de capitais perfeita é resultado de um *trade-off* entre benefícios e custos relativos ao endividamento.

Por conseguinte, os investidores poderão atribuir um valor ao risco financeiro da empresa, com base no seu grau de endividamento, moderado ou excessivo, exigindo uma taxa de retorno compatível com esse valor de risco. Perante um grau de risco moderado, os investidores exigirão um custo

de oportunidade menor⁸. Por outro lado, um grau de endividamento excessivo implica uma exigência bastante superior por parte dos investidores. A decisão de financiamento da empresa poderá, assim, incentivar os gestores a optarem por um tipo de financiamento que atraia determinados investidores considerados mais relevantes para a empresa (Robichek e Myers, 1965).

Deste modo, admitindo que os resultados operacionais não são afetados pelo nível de endividamento da empresa, o custo médio ponderado de capital diminuirá em consequência da probabilidade de falência, atingindo um ponto mínimo, no qual o valor da empresa é máximo e, conseqüentemente, a combinação entre capital próprio e dívida é ótima. Neste sentido, será possível encontrar um equilíbrio entre o risco e o retorno da empresa correspondente a uma combinação proporcional entre a dívida e o capital próprio (Robichek e Myers, 1965).

Assim, de acordo com Myers (2003) o endividamento poderá ser um catalisador de vantagens para a organização, mediante a obtenção de resultados que permitam obter benefícios fiscais, ou porventura, uma redução de custos de agência entre acionistas e gestores. Não obstante, o excessivo endividamento tem como consequência o agravamento da situação financeira da empresa, podendo, no limite, a empresa ficar em período de insolvência. Este facto influencia o valor da empresa de forma negativa.

Segundo Gama e Esperança (2000), a visão tradicional baseia-se na simplicidade dos pressupostos adotados no modelo de Modlignai e Miller (1958) aplicável a um contexto de mercado de capitais perfeito.

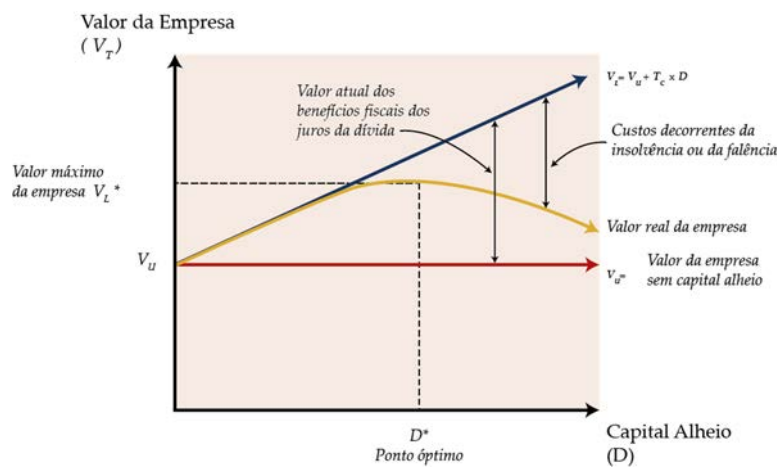
No entanto, perante um mercado real (imperfeito) existem fatores que influenciam a estrutura de capital de uma empresa, designadamente, a

⁸ O custo de capital de uma empresa representa a *“rendibilidade esperada que se deixa de obter por investir num projeto em vez de o fazer em títulos de risco idêntico”* (Robichek e Myers, 1965).

existência de impostos, os custos de agência⁹, a assimetria de informação, e o efeito de sinalização¹⁰.

De acordo com Brealey, Myers e Allen (2007), “os tradicionalistas acreditam que existe um rácio dívida-capitalis próprios ótimo que maximiza r^A ”. O gráfico seguinte mostra a relação entre o valor da empresa e o rácio dívida-capitalis próprios (D/CP), onde D^* representa o ponto ótimo onde a rentabilidade esperada dos ativos, minimizando o custo médio ponderado do capital.

Gráfico 3: O valor de uma empresa segundo a teoria *trade-off* estática



Fonte: Ross et al., 2003

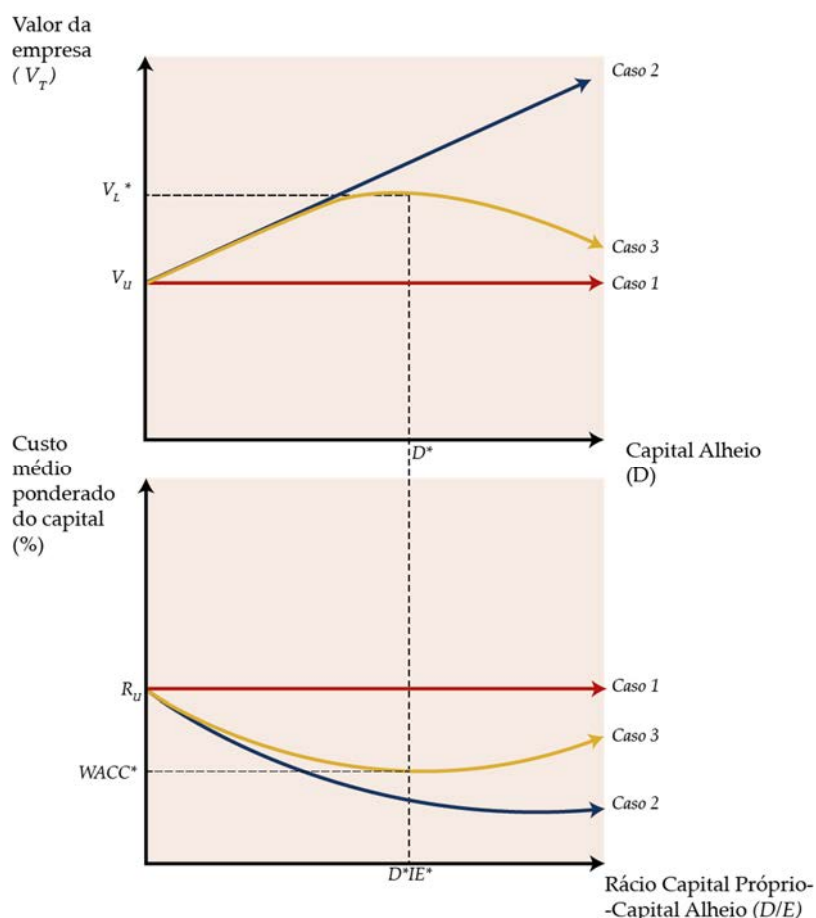
Em jeito de conclusão, a figura seguinte representa (i) a relação entre o valor da empresa (V_L) e o valor da sua dívida total (D) e (ii) a relação entre o custo médio ponderado de capital (WACC)¹¹ e o rácio dívida-capitalis próprios (D/E), nas três teorias supra explicadas: desde a teoria mais básica de M&M num cenário de mercados perfeito (na ausência de impostos, custos de falência, etc), até à mais complexa, a teoria *trade-off* estática.

⁹ Os custos de agência são a soma de: (i) *the monitoring expenditures by the principal*; (ii) *the bonding expenditures by the agente*; (iii) *the residual loss* (Jensen & Meckling, 1976, p. 1975 - 1976).

¹⁰ Segundo Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), na Teoria da Sinalização, a alteração da estrutura de capitais das empresas transmite indicações ao mercado relativamente aos fluxos futuros esperados, influenciando o valor das ações pela reação do mercado a tais indicações. Os investidores tendem a avaliar a qualidade e sustentabilidade das empresas através do endividamento das mesmas.

¹¹ No caso da teoria de M&M, num cenário de mercados perfeito, o custo do capital não é afetado pela estrutura de capitais, mantendo-se, por isso, constante (Ross et al., 2003).

Figura 2: Estrutura de capital¹²



Fonte: Ross et al., 2003

Conclui-se que, a política de endividamento é praticamente irrelevante nos mercados que funcionam bem e sem impostos. No entanto, na realidade não há mercados perfeitos, constituindo, esta política, uma preocupação para os gestores financeiros das empresas. Na verdade, nos mercados reais existem impostos, custos de falência, custos associados às tensões financeiras, conflitos de interesses entre os detentores dos valores mobiliários emitidos pela empresa, assimetrias de informação, entre outros. Foi neste sentido que, aproveitando a teoria de M&M se desenvolveram as teorias a seguir descritas, não na lógica das imperfeições do mercado, mas numa lógica de

¹² Caso 1 – M&M sem impostos nem custos de falência. Caso 2 – M&M com impostos e custos de falência. Caso 3 – ponto ótimo de dívida.

avaliação e observação da forma como os mercados de capitais reagem a estas imperfeições (Brealey, Myers e Allen, 2011).

2.3.3. Teoria do *trade-off*

Stewart (1984), no seu artigo titulado “*The Capital Structure Puzzle*”, defendeu que a teoria do *trade-off* é baseada na lógica de que “*in which the firm is viewed as setting a target debt-to-value ratio and gradually moving towards it, in much the same way that a firm adjusts dividends to move towards a target payout ratio*” (Stewart, 1984, p.576). Assim, de acordo com o referido autor, esta teoria sustenta a existência de uma combinação ótima entre capitais próprios e capitais alheios, tendo em consideração não só os benefícios fiscais¹³, mas também os custos de falência e de agência.

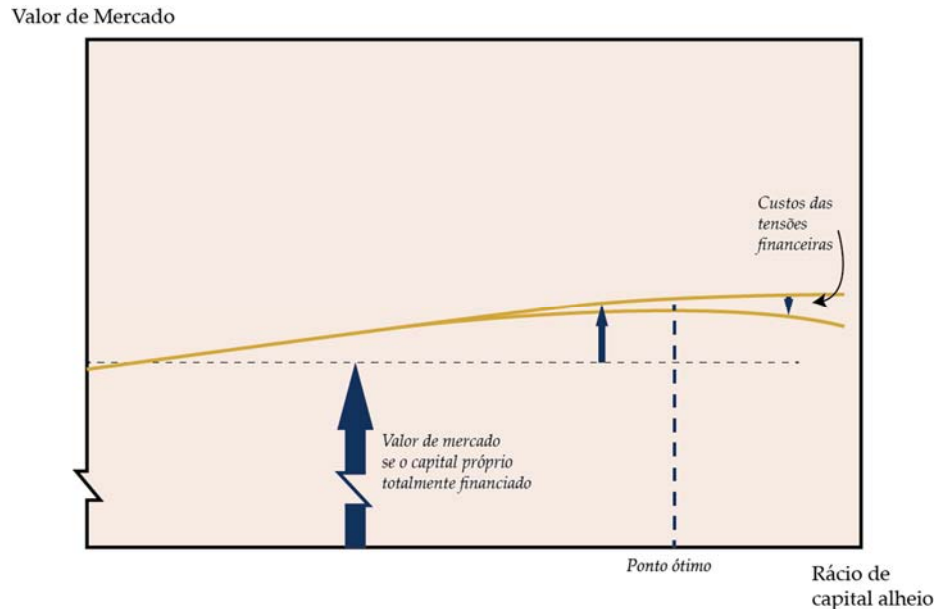
Segundo o autor, à medida que a empresa recorre a capital alheio em detrimento de capital próprio aumenta o seu benefício fiscal e conseqüentemente o seu valor. Adicionalmente, diminuem os problemas de agência entre gestores e acionistas. No entanto, também à medida que aumenta o endividamento, aumentam os custos de falência e de agência, e, portanto, as dificuldades financeiras da empresa. Neste sentido, a empresa deve mensurar o impacto do aumento do endividamento, de forma a atingir um nível ótimo que maximize o valor da empresa. A empresa irá alcançar um *trade-off* entre o nível de capital próprio e o nível de endividamento capaz de otimizar o seu valor.

Brealey, Myers e Allen (2011) mostraram o referido equilíbrio, determinante da estrutura de capital ótima de determinada empresa, através de um gráfico que combina o valor de mercado da empresa, com o seu rácio de

¹³ Juros da dívida fiscalmente dedutíveis.

endividamento, considerando os benefícios fiscais dos juros e os custos das tensões financeiras¹⁴ inerentes ao respetivo rácio.

Gráfico 4: Teoria do equilíbrio da estrutura de capital



Fonte: Brealey, Myers e Allen, 2011

São várias as pesquisas empíricas que divergem sobre esta teoria, apresentando e demonstrando o efeito de diversas variáveis no *trade-off* entre as duas fontes de financiamento, designadamente o tamanho, a tangibilidade, o risco, e o benefício fiscal. Por exemplo, Bradley, Jarrell e Kim (1984) demonstraram uma relação inversa entre o risco (variabilidade da receita operacional) e o endividamento, afetando negativamente o valor da empresa. Titman e Wessels (1988) aportaram valor a esta teoria inicial, demonstrando que os custos de transação podem também influenciar o valor da empresa.

¹⁴ Custos de falência, custos de agência, entre outros (a este respeito, *vide* Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10th ed.). United States: The McGraw-Hill Companies, Inc.).

2.3.4. Teoria da *pecking-order*

Esta teoria, defendida inicialmente por Donaldson (1961), sustenta que as empresas deverão dar prioridade às fontes de financiamento com um "*nível de esforço menor*".

Segundo o autor, não existe uma estrutura-alvo definida para a combinação de dívida e capitais próprios, mas antes uma ordem preferencial destas duas fontes de financiamento que depende de fatores como a dimensão, os ativos corpóreos, a lucratividade e o rácio valor de mercado-valor contabilístico, tendo subjacente o conceito de custo de oportunidade do capital.

Tal como anteriormente referido, de acordo com Myers (2003), as empresas definem as suas formas de financiamento de acordo com uma ordem de preferência que defende ser a seguinte: (i) financiamento interno; (ii) endividamento; e (iii) capital próprio.

Neste sentido, enquanto na teoria *trade-off* a obtenção de maiores lucros está relacionada com um maior nível de endividamento, acarretando uma maximização do benefício fiscal, na *pecking-order theory*, os lucros acumulados reduzem a necessidade da utilização de capitais de terceiros, uma vez que as empresas mais lucrativas são as menos endividadas¹⁵.

Em suma:

There is no theory or model that leads straight to the optimal financial strategy. As in the case of short-term planning, many different strategies may be projected under a range of assumptions about the future. The dozens of separate projections that may need to be made generate a heavy load of arithmetic (Brealey, Myers, & Allen, 2011, p. 749).

¹⁵ A este respeito *vide* Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

De facto, todas as teorias apresentadas chegam a conclusões distintas, sugerindo que, na teoria financeira, não existe apenas uma teoria da estrutura de capital, mas antes várias, não se esgotando, no entanto, todas as hipóteses.

2.4. Instrumentos de Financiamento

“Financial engineering involves three types of activities: design of new financial instruments, development of new financial processes and providing creative solutions to problems in corporate finance” (Vishwanath, 2007, p. 377).

Existem várias tipologias e instrumentos de financiamento externo. No que respeita aos instrumentos de capital próprio, podem destacar-se o capital social, os aumentos de capital e o capital de risco (*business angels, venture capital* e *private equity*). Já quanto aos instrumentos por dívida, estes podem separar-se em financiamentos de curto prazo (maturidade inferior a 1 ano) e financiamentos de médio e longo prazo. No que respeita aos primeiros, destacam-se os empréstimos bancários de curto prazo, as contas correntes caucionadas, o *factoring*, o papel comercial, entre outros. Já no que respeita aos instrumentos de financiamento de médio e longo prazos, os quais desempenham um papel fundamental no financiamento das empresas, e incidindo sobre os que assumem maior importância ao nível das PME, destacam-se a emissão de obrigações, os mútuos, os *leasings*, e as linhas de crédito PME Crescimento 2015.

Apresentam-se, de seguida, e de forma mais detalhada, algumas tipologias de financiamento disponíveis para as empresas portuguesas, bem como as respetivas características associadas. Como o tecido empresarial português é maioritariamente (99,9%¹⁶) constituído por PME, as quais apenas têm acesso

¹⁶ De acordo com INE. (2015). *Anuário Estatístico de Portugal 2014: Statistical Yearbook of Portugal 2014*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, IP.

ao financiamento bancário, o presente trabalho terá por base uma análise mais pormenorizada no referido instrumento de financiamento.

2.4.1. Instrumentos de financiamento por dívida

“Finance consists of three interrelated areas: (1) money and capital markets, which deals with securities markets and financial institutions; (2) investments, which focuses on the decisions made by both individual and institutional investors as they choose securities for their investment portfolios; and (3) financial management, or “business finance,” which involves decisions within firms. The career opportunities within each field are many and varied, but financial managers must have a knowledge of all three areas if they are to do their jobs well” (Brigham e Houston, 2004, p. 4-5).

2.4.1.1. Instrumentos de financiamento bancário de curto prazo

Bank loans are an important source of funding for a business. (...) Banks provide short-term working capital loans and long-term loans to businesses in addition to other products like revolving credit facilities. (...)

Working capital loans that are provided for meeting day-to-day expenses like purchase of raw materials, consumable stores/spares, fuel and other essential needs. They are of a continuing nature and are renewed every year. (...)

Short-term loans are also granted to meet temporary cash flow mismatches (Vishwanath, 2007, p. 432-433).

2.4.1.1.1. Empréstimo de curto prazo

De acordo com Brigham e Houston (2004), o empréstimo de curto prazo é um instrumento de financiamento com maturidade até 1 ano, concretizado por via da celebração de um acordo escrito entre a empresa e o credor (normalmente o Banco) – *“Promissory Note”* – que especifica os termos e condições fundamentais do empréstimo, designadamente, a identificação dos contraentes, a duração do contrato, os *cash flows* envolvidos (juros,

reembolsos, economias fiscais, etc), a taxa de juro do empréstimo, e as eventuais cláusulas restritivas e de salvaguarda. Este instrumento de financiamento é uma forma de obtenção de determinado valor de capital por um período previamente acordado entre as partes, ficando o devedor (empresa) vinculado ao pagamento de determinado valor de capital e juros fixados à taxa associada ao respetivo empréstimo, destinando-se a financiar as despesas de exploração (necessidades de tesouraria) das empresas.

A flexibilidade e agilidade na disponibilização de fundos, bem como a simplicidade na sua contratação, são vantagens inerentes a este instrumento de financiamento.

2.4.1.1.2. Conta corrente caucionada

De acordo com a Ross et al. (2003), a Conta Corrente Caucionada consiste num instrumento de financiamento bancário alternativo ao empréstimo bancário de curto prazo. Segundo o autor, este instrumento de dívida (com maturidade inferior ou igual a 1 ano), sob a forma de conta corrente, destina-se a apoiar, de forma continuada, a tesouraria das empresas. Através da conta corrente, o Banco concede um montante máximo de crédito por um prazo determinado, permitindo ao cliente, dentro dos limites fixados, movimentar a respetiva conta com flexibilidade¹⁷.

Com este instrumento, e sempre que for necessário para a sua atividade, a empresa pode movimentar livremente a sua conta até ao limite de financiamento contratado, sendo que apenas deverá qualquer montante de juros na medida da sua utilização. A conta corrente apresenta-se como um relevante apoio na tesouraria de uma empresa (Ross et al.,2003).

Não obstante, além de vantagens elencadas, a conta corrente apresenta desvantagens, destacando-se que a sua utilização até ao limite do crédito

¹⁷ Sem sujeição a qualquer plano previamente determinado.

financiado acarreta custos bastante elevados ao nível de serviços bancários inerentes à renovação das operações da conta corrente.

2.4.1.1.3. *Factoring*

A atividade de *factoring*, regulamentada pelo artigo nº 2 do Decreto-Lei nº 171/95 de 18 de julho, “consiste na aquisição de créditos a curto prazo, derivados da venda de produtos ou da prestação de serviços, nos mercados interno e externo”. Esta atividade consiste na cedência de faturação ao fator¹⁸ por um aderente¹⁹ sobre entidades a quem fornece bens ou presta serviços (devedores²⁰).

Um contrato de *factoring* é um acordo de cedência de faturação, celebrado, por escrito, entre o fator e o respetivo aderente. Este instrumento financeiro de curto prazo tem na sua base o apoio à tesouraria e serviço de gestão de cobranças (Decreto-Lei nº 171/95).

O *factoring* antecipa os recebimentos por parte das empresas: através de um mecanismo financeiro no qual a sociedade de *factoring*²¹ toma os créditos de curto prazo devidos pelos clientes (devedores) à empresa (aderente) a sociedade de *factoring* antecipa o respetivo valor em dívida à empresa (aderente). Assim, este instrumento permite à empresa não só reduzir o risco e responsabilidade de cobrança dos créditos (incluindo a carga administrativa inerente a todo o processo de cobrança), mas também reduzir os prazos médios de recebimentos, alavancando a gestão de tesouraria

¹⁸ Fator ou cessionário: “as entidades habilitadas a exercer a atividade de *factoring* nos termos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro” (vide alínea a), artigo nº 3, Decreto-Lei nº 171/95 de 18 de julho).

¹⁹ Aderente: “o interveniente no contrato de *factoring* que ceda créditos ao fator” (vide alínea b), artigo nº 3, Decreto-Lei nº 171/95 de 18 de julho).

²⁰ Devedores: “os terceiros devedores dos créditos cedidos pelo aderente ao fator” (vide alínea c), artigo nº 3, Decreto-Lei nº 171/95 de 18 de julho).

²¹ “As designações “sociedade de *factoring*”, “sociedade de cessão financeira” ou quaisquer outras que sugiram essa atividade só podem ser usadas pelas entidades habilitadas a exercer a atividade de *factoring* nos termos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras” (vide nº 3, artigo nº 4, Decreto-Lei nº 171/95 de 18 de julho).

através do recebimento atempado para financiamento das necessidades cíclicas inerentes ao seu ciclo normal de exploração (Decreto-Lei nº 171/95).

2.4.1.1.4. Papel comercial

O papel comercial, ao abrigo do Decreto-Lei nº 181/92 de 22 de agosto, consiste na emissão de títulos de dívida (valores mobiliários) por um prazo inferior ou igual a 1 ano. Este instrumento de financiamento, dotado de grande flexibilidade na emissão de dívida à medida das necessidades financeiras da empresa, representa um forte auxílio às necessidades de tesouraria das empresas que cumpram as condições legalmente exigidas. Além disso, tem subjacente a vantagem fiscal da isenção do Imposto de Selo, bem como uma grande acessibilidade por parte das PME.

De acordo com Brigham e Houston (2004), *“commercial paper is unsecured short-term debt issued by large, financially strong corporations. Although the cost of commercial paper is lower than the cost of bank loans, it can be used only by large firms with exceptionally strong credit ratings”* (Brigham e Houston, 2004, p. 732).

2.4.1.2. Instrumentos de financiamento bancário de médio e longo-prazo

Term loans that are sanctioned for acquiring block or fixed assets like land, building, plant and machinery and also to meet long-term working capital or net working capital (NWC). They are repayable over a period of time, say 3–5 years, depending upon the profit generation capacity of the unit (Vishwanath, 2007, p. 433).

2.4.1.2.1. Mútuo bancário

Pelo Código Civil, no artigo n.º 1142, um mútuo é um *“contrato pelo qual uma das partes empresta à outra dinheiro ou outra coisa fungível, ficando a segunda obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade”* (Governo de Portugal, 2015).

Existe, assim, uma relação entre o mutuante (que empresta certa coisa a outrem) e o mutuário (que recebe a coisa emprestada). Adicionalmente, para além destes sujeitos evidenciados, podem surgir outros, nomeadamente, sujeitos coobrigados (porque o contrato exige mais do que um mutuante e mais do que um mutuário), e, por exemplo, garantes e fiadores (João Abrantes, 2008).

Por outro lado, também o Código Comercial estabelece, no seu artigo n.º 362, que *“são comerciais todas as operações de bancos tendentes a realizar lucros sobre numerário, fundos públicos ou títulos negociáveis, e em especial as de câmbio, os arbítrios, empréstimos, descontos, cobranças, aberturas de créditos, emissão e circulação de notas ou títulos fiduciários pagáveis à vista e ao portador”*.

Neste contexto, um mútuo bancário é um *“contrato pelo qual o banco (mutuante) entrega ou se obriga a entregar uma determinada quantia em dinheiro ao cliente (mutuário), ficando este obrigado a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade (...), acrescido dos respetivos juros”* (Antunes, 2011, p. 96).

De acordo com Ross et al. (2003), para este instrumento de financiamento realçam-se algumas vantagens como a sua flexibilidade, a ausência da necessidade de *rating*, e o diminuto custo social de controlo que teria de ser suportado em caso de emissão obrigacionista. No entanto, salientam-se também algumas limitações, designadamente, a preferência das instituições bancárias por empresas com experiência ou negócio, cujas equipas de gestão mantenham boas relações com a instituição e que apresentem planos de negócio demonstrativos da capacidade em efetuar o pagamento da dívida; e a ausência de economias de escala (contrariamente ao que sucede no caso de empréstimos obrigacionistas).

2.4.1.2.2. *Leasing* ou locação financeira

A locação tem sido utilizada ao longo do tempo como instrumento de alavancagem da atividade de uma empresa, em alternativa ao financiamento bancário, ou outros meios de obtenção de capital alheio (Ross et al.,2003).

Em Portugal, este conceito adquire forma jurídica com a publicação do Decreto-Lei n.º 135/79, de 18 de maio, e o Decreto-Lei n.º 171/79, de 6 de junho, referentes a sociedades de locações financeiras e contrato de locação financeira, respetivamente.

Assim, uma locação é um instrumento pelo qual o fruidor do bem (locatário), mediante o pagamento de uma renda ao proprietário (locador), goza do pleno uso do bem locado, por um certo prazo (que, normalmente corresponde ao período da vida útil do bem), podendo o primeiro, findo esse prazo, adquirir o bem mediante o pagamento de um valor residual (Ross et al., 2003).

Ainda de acordo com o mesmo autor, saliente-se que, juridicamente, a propriedade da coisa se mantém na esfera do locador durante a vigência do contrato, sendo que o locatário apenas goza do direito de pleno uso ou fruição. No entanto, se na forma a propriedade pertence ao locador, em substância esta é transferida para o locatário na medida em que este cumpra com as suas obrigações no contrato de locação, nomeadamente, quanto ao escrupuloso pagamento das rendas aí estabelecidas. O locatário, mediante o pagamento das prestações contratadas utiliza o bem na sua atividade, como se dele fosse dono (Ross et al., 2003).

Adicionalmente, releva-se a distinção entre locação operacional ou financeira: esta residirá na avaliação de sobre quem recaem as vantagens e riscos inerentes à posse do ativo, ou seja, é uma distinção que recai sobre a substância do contrato. As vantagens serão, necessariamente, a utilização lucrativa do bem, podendo ser igualmente ganhos inerentes ao eventual

aumento do seu valor expectável. Os riscos serão, desde logo, os de obsolescência, de eventual inatividade, entre outros (Ross et al., 2003).

Uma locação é classificada como uma locação financeira se transferir substancialmente todos os riscos e vantagens inerentes à posse de um ativo, independentemente do título de propriedade poder ou não vir a ser transferido (IAS 17, §8).

Deste modo, na locação financeira, o locador atua como um mero agente financeiro, sendo transferidas para o locatário todas as questões inerentes à posse do bem. Para o locador, a avaliação de risco mais importante é a da capacidade financeira da contraparte, para cumprir com as prestações pecuniárias a que se obrigou (IAS 17, §8).

Na locação operacional ganha maior importância para o locador a avaliação do bem locado, já que dessa avaliação resulta um valor do negócio, necessariamente, diferente do que resulta do mero exercício financeiro entre as partes. Fruto ainda da não transferência total dos riscos e vantagens inerentes ao ativo, advém a não equivalência deste contrato a uma venda, pelo que, de acordo com a NCRF 9, §48, *“Um locador fabricante ou negociante não reconhece qualquer lucro de venda ao celebrar uma locação operacional porque esta não é equivalente a uma venda”*. A título exemplificativo surgem os terrenos e edifícios que, por terem uma vida económica indefinida, dão, normalmente, origem a contratos de locação operacional – a não ser que, no final do contrato a posse de tais ativos seja transferida para o locatário.

Em suma, a locação financeira distingue-se das demais pela sua capacidade de financiamento. Deste contrato deduzem-se algumas vantagens, designadamente, fiscais (podendo reduzir o peso dos impostos a pagar pela empresa); económicas (uma vez que, para além de atenuar os riscos de incerteza, possibilita que os custos de transação da operação sejam inferiores aos custos da compra do bem em causa). Assim, este instrumento de

financiamento pode, por um lado, fazer face à insuficiência de recursos necessários ao investimento em bens essenciais para a atividade de certa empresa, tanto para manutenção como para a renovação dos ativos; e, por outro, a uma situação de crescimento cujos recursos comecem a escassear e a hipótese de endividamento seja levantada (Ross et al., 2003).

No entanto, o facto da locação financeira impedir ao locatário a detenção da propriedade do bem até ao final do contrato e acarretar elevadas despesas de celebração do mesmo para ambos (comissões, imposto de selo, etc.), pode constituir um inconveniente (Ross et al., 2003).

2.4.1.2.3. Linhas de crédito PME Crescimento 2015

As linhas de crédito PME Crescimento 2015 constituem um instrumento de financiamento de âmbito comunitário, concedido na esfera de determinados bancos subscritores, direcionado para as micro, pequenas e médias empresas, mediante observância das condições específicas de elegibilidade dos beneficiários, e das operações. Estas linhas podem revestir a forma de empréstimos de médio e longo prazo, mas também de locação financeira (com prestações constantes de capital)²².

De acordo com Alcarva (2012), este instrumento, criado em 2008, tem como objetivo facilitar o acesso das PME ao crédito bancário, através da bonificação de taxas de juro e da redução do risco das operações bancárias, por via do recurso aos mecanismos de garantia do Sistema Nacional de Garantia Mútua²³.

À semelhança dos restantes instrumentos de financiamento, estas linhas de crédito apresentam vantagens, mas também desvantagens. Relativamente às primeiras, destacam-se (i) o seu “preço” mais baixo, dada a bonificação das

²² *Linha de Crédito PME Crescimento 2015: Síntese dos termos e condições da Linha de Crédito PME Crescimento 2015.* (n.d.). PME Investimentos.

²³ A este respeito *vide* Alcarva, P. (2012). *O Guia Completo sobre a Banca e as PME.* Vida Económica.

taxas de juro proporcionadas pelo Estado; (ii) a existência de um período no qual a empresa apenas tem o encargo dos juros suportados e não amortiza capital (período de carência); e (iii) a facilidade de acesso ao crédito, pela existência da componente da garantia mútua (Alcarva, 2012).

Relativamente às desvantagens, destaca-se o facto de não permitir reestruturações financeiras. Neste sentido, esta linha de crédito não permite a utilização do capital financiado para amortizar financiamentos, impossibilitando que as empresas financiem o seu fundo de maneio com a redução do custo financeiro ou com aumento do prazo médio do financiamento (Alcarva, 2012).

2.4.1.3. Instrumentos de Financiamento do Mercado de Capitais

The two major forms of long-term debt are public issue and privately placed. We concentrate on public-issue bonds. (...) The main difference between public-issue and privately placed debt is that the latter is directly placed with a lender and not offered to the public. Because this is a private transaction, the specific terms are up to the parties involved (Ross et al., 2003, p. 569).

2.4.1.3.1. Empréstimo obrigacionista

Um empréstimo obrigacionista pode ser definido como uma forma alternativa de financiamento especialmente vocacionada para o financiamento de projetos de elevada dimensão e duração. De acordo com Antunes (2014), nesta modalidade, as entidades privadas (sociedades por quotas, cooperativas, agrupamentos complementares de empresas, entre outras) ou públicas (Estado) emitem obrigações, permitindo ao investidor a participação direta na concessão de crédito através de um empréstimo deste à empresa emitente em questão.

De acordo com o autor, as obrigações, previstas na alínea b), do artigo n.º1, do Código dos Valores Mobiliários (CVM)²⁴, são títulos de dívida, constituindo “*mecanismos aptos à captação da poupança junto do público investidor*”, destinados a ser subscritos e negociados no mercado por múltiplos investidores (Antunes, 2014). Segundo o autor, e à semelhança de Ross, Westerfield, e Jaffe (1995), as obrigações são uma categoria de instrumentos financeiros²⁵ subscritos por uma pluralidade de investidores que se tornam credores da entidade emitente. Decorrido o período de duração das obrigações (prazo do empréstimo – previamente acordado no início do empréstimo), o obrigacionista (investidor) terá direito ao reembolso do valor nominal que inicialmente investiu e, periodicamente dos juros à taxa de juro aplicável (que poderá ser fixa ou variável) (Antunes, 2014; Ross, Westerfield, & Jaffe, 1995).

Tomando como referência Antunes (2014), dadas as suas características específicas e distintivas, estes títulos de dívida agregam algumas vantagens face a outras modalidades de financiamento, nomeadamente:

(i) Divisibilidade: as obrigações são emitidas em série para uma pluralidade de investidores (contrariamente aos tradicionais títulos de crédito), reduzindo o risco²⁶, e permitindo praticar taxas de juro mais reduzidas

²⁴ “São valores mobiliários, além de outros que a lei como tal qualifique: a) As ações; b) As obrigações; c) Os títulos de participação; d) As unidades de participação em instituições de investimento coletivo; e) Os warrants autónomos; f) Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão; g) Outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado” (alínea b), artigo n.º 1, CVM).

²⁵ “Os instrumentos financeiros são um conjunto de instrumentos juscomerciais suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou cobertura do risco da atividade económica das empresas. Tais instrumentos encontram-se hoje expressamente consagrados no artigo 2º, n.º 1 e 2, do CVM, podendo ser ordenados em três categorias fundamentais: os instrumentos mobiliários (ou valores mobiliários), os instrumentos monetários (ou do mercado monetário), e os instrumentos derivados” (Antunes, 2014, Capítulo I – Noções Gerais).

²⁶ O risco de mercado é causado por diversas variáveis como taxas de juro, perspectivas económicas, inflação, variação das taxas cambiais, instabilidade política, terrorismo, entre outros. Este tipo de risco não é específico de uma empresa e/ou setor e como tal não pode ser reduzido através da diversificação,

para a entidade emitente, por via da redução da taxa de prémio de risco para cada credor, independentemente do montante do empréstimo (Antunes, 2014).

- (ii) Negociabilidade em mercado: os valores mobiliários são “*suscetíveis de transmissão em mercado*”, ou seja, valores negociáveis no mercado de capitais, “*na base do encontro entre oferta e procura exclusivamente em relação ao respetivo preço, sem negociação individualizada de outras condições*”, permitindo uma redução da taxa de juro para a entidade emitente, diminuindo a taxa de prémio de liquidez, sem prejuízo do montante do empréstimo (Antunes, 2014).
- (iii) Independência das instituições financeiras: a desintermediação financeira e a certificação da qualidade do emitente pelas instituições financeiras possibilitam uma redução acentuada taxa de juro do empréstimo (Antunes, 2014).

No entanto, de acordo com Landschoot (2004), apesar das vantagens acima apresentadas, a presente modalidade apresenta rigorosos requisitos de acessibilidade à emissão de obrigações²⁷, tornando-se mais acessível a empresas com menor probabilidade de incumprimento, nomeadamente, de elevada dimensão ou grupos de PME; bem como, custos fixos de emissão bastante elevados, sendo apenas viável quando se está perante empréstimos de valor e prazos elevados.

Não obstante as suas especificidades, esta modalidade tem, à semelhança de um empréstimo bancário, associado à sua celebração um contrato envolvendo a existência de uma “*ficha técnica do contrato*” incluindo as suas condições fundamentais, designadamente, a identificação dos contraentes, a

uma vez que constitui um risco que todos os investidores têm de estar dispostos a correr (Santander Totta, n.d.).

²⁷ A título de exemplo, *vide* requisitos constantes no artigo n.º 348 do Código das Sociedades Comerciais.

duração do contrato, os *cash flows* envolvidos (juros, reembolsos, economias fiscais, etc), a taxa de juro do empréstimo, e as eventuais cláusulas restritivas e de salvaguarda (Landschoot, 2004).

Em conclusão, na figura seguinte sintetizam-se as principais diferenças entre a emissão de obrigações e um empréstimo bancário.

Figura 3: Diferenças entre a emissão de obrigações e um empréstimo bancário

Estrutura de reembolso		Flexibilidade do instrumento	
Emissão de título	Empréstimo bancário	Emissão de título	Empréstimo bancário
Na maturidade (em regra)	Periódico	Sem "Covenant"	"Covenant" bancário
Maturidade		Visibilidade e transparência	
Emissão de título	Empréstimo bancário	Emissão de título	Empréstimo bancário
Entre 5 a 10 anos	Inferior a 5 anos	Oferta pública	Sem visibilidade

2.4.2. Instrumentos de Financiamento por Capitais Próprios

Paralelamente ao recurso a capital alheio, as empresas podem optar pelo recurso a capitais próprios, tirando proveito dessa opção, designadamente, o aumento da autonomia financeira e diminuição do risco financeiro, pela ausência de pagamentos periódicos obrigatórios e de exigibilidade de reembolsos do capital (Myers, 2001).

De acordo com o autor, tal como acontece com o recurso ao capital alheio, este tipo de financiamento tem desvantagens: por um lado, apresenta uma taxa de custo de capital relativamente mais elevada, dado o maior risco que

proporciona ao investidor relativamente a outras fontes de financiamento e à não dedutibilidade fiscal da remuneração do investidor; por outro, na ausência de custos de financiamento externo e de economias fiscais, a taxa de custo do capital próprio é determinada pelo custo de oportunidade do capital próprio (variável de carácter não explícito), revelando-se difícil a sua determinação com exatidão (Myers, 2001).

Segundo o autor, o financiamento com recurso a capital próprio consiste na troca de dinheiro por uma parcela do capital da empresa, tendo assim acesso a parte do controlo da mesma. Esta situação ocorre, geralmente, na fase inicial da empresa, em que existe uma maior necessidade de capital e cuja obtenção de crédito é mais adversa (Myers, 2001).

Após subscrito o capital inicial, a sociedade tem dois meios para reforçar capitais próprios: o autofinanciamento, consistindo na não distribuição de *cash flow* aos acionistas e posterior reinvestimento na empresa; e o aumento de capital financeiro, por via do reforço da participação dos acionistas (Myers, 2001).

Adicionalmente, os financiamentos do Estado, obtidos por qualquer empresa, no âmbito de fundos estruturais desenvolvidos pela União Europeia (*e.g.*, Quadro Comunitário de Apoio (QCA), Fundo de Coesão, QREN, Portugal 2020), são também uma componente de capital próprio, na parte respeitante à modalidade não reembolsável (Alcarva, 2012).

Neste sentido, apresentamos, de seguida, alguns financiamentos por capitais próprios²⁸.

²⁸ Os instrumentos de financiamento do Estado (nomeadamente, o QREN e o Portugal 2020) serão descritos no subcapítulo específico “Portugal 2020”.

2.4.2.1. Capital de Risco

O conceito de capital de risco é a denominação portuguesa das atividades de investimento denominadas, em expressões anglo-saxónicas, *private equity* e *venture capital* (IAPMEI & APCRI, 2006).

Desde logo, de acordo com Landström (2007), este instrumento reveste-se de forte importância ao constituir uma forma de investimento destinado ao financiamento de empresas, essencialmente as que se encontram em fase de crescimento, e empresas orientadas para o crescimento. O capital de risco, com o objetivo de apoiar o crescimento e valorização do negócio das empresas, constitui uma forma de financiamento baseada num processo de dotação de capitais próprios necessários ao exercício da sua atividade, através da participação temporária de investidores no seu capital.

Este instrumento de financiamento não tem subjacente qualquer pagamento de encargos financeiros, nem qualquer contrapartida sob a forma de garantias reais ou pessoais para os empresários, sendo a rentabilidade dos investidores baseada na probabilidade de sucesso da empresa participada (Landström, 2007).

De acordo com Arundale (2007):

Private equity is the overall umbrella term for the entire industry and includes venture capital, which is financing for the early stage (i.e. seed and start-up) and expansion or development stages of a business, and equity capital for management buyouts and management buy-ins and also including replacement capital and secondary purchases (Arundale, 2007, p. 4).

Segundo Landström (2007):

venture capital is a specific form of industrial finance – part of a more broadly based private equity market, that is investments (with private equity) made by institutions, firms and wealthy individuals in ventures that are not quoted on a

stock market, and which have the potential to grow and become significant players on the international market (Mason and Harrison, 1999 a; Isaksson, 2006) (Landström, 2007, p. 5).

Por outras palavras, o conceito de capital de risco é apresentado como “*um cabaz aberto, globalmente definido por capitais próprios e competências de gestão*” (Rodrigues, 1995, p. 25).

Segundo Cumming e Johan (2009), estes dois instrumentos diferem entre si, especialmente, na fase de desenvolvimento empresarial²⁹ onde atuam: o *venture capital* é um instrumento de capital de risco vocacionado para o financiamento de projetos empresariais na sua fase inicial (*seed* e *start-up*); enquanto que o *private equity* dirige-se a operações mais avançadas, como é o caso da expansão, fusão e/ou aquisição (Management Buy-In (MBI) e Management Buy-Out (MBO), respetivamente), e *public to private*³⁰.

O *venture capital* envolve o investimento no capital de empresas já existentes ou em fase final de implementação, como a pesquisa, a elaboração de estudos de mercado (de forma a avaliar a viabilidade de um produto ou serviço), o *marketing* inicial, o desenvolvimento e lançamento de produtos, serviços ou conceitos ainda não comercializados, entre outros Cumming e Johan (2009). De acordo com Lister e Harnish (2000), esta modalidade é dotada de um risco bastante elevado, uma vez que se trata de uma fase primária do respetivo projeto.

Por outro lado, o *private equity* representa um instrumento de financiamento canalizado para empresas com grau considerável de maturidade, sem capacidade individual para expandir o seu negócio, desenvolver a sua

²⁹ A respeito das diferentes fases de desenvolvimento de uma empresa *vide* Cumming, D. J., & Johan, S. A. (2009). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. London: Elsevier Inc.

³⁰ Usualmente designada por OPA de exclusão, este financiamento propõe-se a adquirir a totalidade do capital de uma sociedade cotada em mercado de bolsa, de forma a retirá-la desse mercado.

capacidade de produção ou melhorar e incrementar as técnicas de comercialização e promoção. Esta fase reveste-se de um risco relativamente mais baixo comparativamente às fases mais embrionárias anteriormente referidas (Lister e Harnish, 2000).

Estes instrumentos de financiamento processam-se por via da participação, de investidores individuais (*business angels*) ou entidades institucionais (sociedades ou fundos de capital de risco), no capital próprio das sociedades, destacando-se dos tradicionais instrumentos, essencialmente, porque assume integralmente os desafios do mercado, dependendo a sua remuneração do sucesso ou insucesso da empresa participada, e não do juro ou reembolso de capital (Lister e Harnish, 2000).

Assim, dado o elevado risco associado a este instrumento de financiamento, o capital de risco tem sempre natureza temporária, sendo proibida a titularidade de participações em sociedades por um período de tempo, seguido ou interpolado, superior a 10 anos³¹, e minoritária (relativamente à percentagem de participação), até ao limite de 50% do ativo³² (Decreto-Lei nº 375/2007).

Pelo exposto, este instrumento financeiro não se aplica apenas a empresas que estão a nascer, ou a empresas que estão a crescer. As suas diversas modalidades permitem que o capital de risco seja transversal a diversas indústrias e produtos, se aplique aos mais variados montantes de investimento, e seja utilizado independentemente do estágio de desenvolvimento da empresa (Decreto-Lei nº 375/2007).

Para além disso, o capital de risco agrega determinadas vantagens específicas quando comparado com o endividamento. Contrariamente ao

³¹ O prazo de financiamento é normalmente compreendido entre 5 a 10 anos.

Artigo n.º 7, n.º 1, alínea c) *in fine* do Decreto-lei n.º 375/2007 de 8 de novembro, D.R. I Série, n.º 215.

³² Artigo n.º 7, n.º 1, alínea b) *in fine* do Decreto-lei n.º 375/2007 de 8 de novembro, D.R. I Série, n.º 215.

endividamento, que pode acarretar juros, reembolsos, comissões, o capital de risco, pela sua participação no capital social de uma empresa, apoia na sua gestão, trabalhando no mesmo sentido dos restantes acionistas: o da otimização do sucesso da empresa. Ainda neste prisma, saliente-se o grau de intervenção na gestão permitido a uma Sociedade de Capital de Risco: apesar da sua participação minoritária no capital social da empresa, a sociedade deverá facultar todos os instrumentos necessários ao seu desenvolvimento ou recuperação, controlando efetivamente a empresa (Decreto-Lei nº 375/2007).

Por outro lado, no processo de decisão de financiamento, o capitalista de risco tem em conta diversas variáveis subjacentes à empresa, nomeadamente, o seu potencial de crescimento e desenvolvimento, a qualidade da sua equipa de gestão, o próprio negócio, e experiência do empreendedor. Ao invés do recurso à instituição bancária que não tem em conta a visão de futuro e de possível rentabilidade da empresa, uma vez que na sua decisão são apenas analisados (i) o seu rácio *debt/equity* e (ii) o seu património ou garantias (Decreto-Lei nº 375/2007).

É por esta razão que Fraser-Sampson (2010) afirma que o recurso ao financiamento via capital de risco só está ao alcance de negócios que apresentem potencial de crescimento ou um elevado retorno de investimento esperado.

Saliente-se ainda que, o capitalista de risco participa não só nos ganhos, como também nas perdas.

Não obstante existir uma panóplia de vantagens associadas ao capital de risco, de acordo com Ramos (2011), são perceptíveis algumas desvantagens como o desajustamento dos benefícios fiscais para os investidores neste tipo de financiamento. Neste sentido, poderão advir custos para as entidades empresariais, ainda que de forma indireta, uma vez que os investidores não

terão o retorno financeiro necessário para realizarem avultados investimentos, o que irá originar uma diminuição dos capitais disponíveis.

2.4.2.2. *Business angels*

Business angels, ou investidores de capital de risco, são, de acordo com Banha (2000), “capitalistas individuais que cobrem as necessidades de financiamento a que os fundos institucionais de capital de risco não dão resposta, nomeadamente os projetos de seed capital e start-ups”, representando outra alternativa ao financiamento de médio e longo prazo das empresas portuguesas.

Um Business Angel é um investidor que realiza investimentos em oportunidades nascentes (tipo start-up ou early stage). Participa em projectos com smart money, isto é, para além de aportar capacidade financeira, também contribui com a sua experiência e rede de negócios (APBA-Associação Portuguesa de Business Angels, n.d.).

Tipicamente, segundo Banha (2000), estes investidores privados cedem capital a empresas emergentes cuja dimensão é ainda reduzida para captarem capital de risco. Por outro lado, uma vez que o seu objetivo é a valorização e posterior alienação do capital investido, os *business angels* tendem a assumir um papel de cooperação com o empresário. Assim, o recurso aos *business angels* é aconselhável (i) quando os montantes de financiamento envolvidos são diminutos e a empresa é recente; (ii) no caso de o empreendedor ter um ou mais amigos com capacidade financeira e com um grau de confiança nas suas capacidades bastante elevado e, por isso, estão disponíveis para investirem no projeto; e (iii) perante a predisposição do empreendedor em consentir investidores que com interesse pessoal no seu negócio, não permitindo, no entanto, que a sua gestão seja influenciada por desconhecidos.

Como referido, o financiamento a fundo perdido (obtenção de subsídio no âmbito de um qualquer programa estrutural) é uma componente do capital próprio de uma empresa.

Assim, o Portugal 2020 será analisado no capítulo seguinte.

3. Portugal 2020

3.1. Contextualização e definição

Recordem-se as questões por detrás do presente estudo: quais os objetivos por detrás da origem deste Programa; quais as suas principais características; a que contextos procuram responder; quais os seus principais beneficiários?

Assim, no presente capítulo desenvolve-se o tema “Portugal 2020”.

3.1.1. Enquadramento macroeconómico

3.1.1.1. Comportamento da economia mundial

De acordo com o Relatório Anual de 2014 executado pelo Banco Central Europeu, após um período de desaceleração generalizada do crescimento económico a nível mundial, a economia europeia demonstrou alguns sinais de recuperação, ainda que insuficientes, para contrariar a tendência de crescimento a um ritmo lento, oscilante e divergente. O crescimento das economias avançadas estabilizou no primeiro semestre de 2013, enquanto a atividade económica nas economias emergentes registou um abrandamento. No segundo semestre, verificou-se uma recuperação gradual desta tendência nas economias avançadas, com o ritmo de crescimento a consolidar-se na maior parte das economias (Banco Central Europeu, 2015).

Neste sentido, e de acordo com a mesma fonte, na zona Euro, a economia começou a emergir da recessão em virtude da política monetária levada a cabo pelo Banco Central Europeu, da melhoria da confiança dos investidores e dos mercados financeiros e do crescimento da procura. Os esforços de consolidação orçamental, redução de desequilíbrios macroeconómicos, melhoria da governação da União Económica e Monetária e progressos no sentido de uma união bancária conduziram a uma melhoria das condições de financiamento na zona Euro (Banco Central Europeu, 2015).

As tensões nos mercados diminuíram em 2013, num contexto de melhoria da confiança dos investidores e de diminuição da restrição das condições de financiamento dos bancos e dos emitentes de dívida soberana na zona Euro (Banco Central Europeu, 2015).

3.1.1.2. O mercado português

Em 2013, segundo o Ministério das Finanças Português, a economia portuguesa prosseguiu com o ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados ao longo das últimas décadas. Este processo implicou a adoção de um conjunto de medidas de consolidação orçamental e uma desalavancagem ordenada do setor privado, os quais determinaram uma forte contração da procura interna (Banco de Portugal, 2014).

Não obstante, refere a fonte que as exportações de bens e serviços têm revelado uma robustez assinalável, refletida em ganhos de quota de mercado muito significativos que traduzem uma capacidade notável de adaptação do setor produtivo português. Neste contexto, tem-se registado uma correção assinalável dos desequilíbrios económicos internos e externos (Banco de Portugal, 2014).

Dados do Instituto Nacional de Estatística (INE) indicam que, em 2013, o PIB contraiu cerca de 1,4%, embora se tenham verificado alguns sinais positivos de recuperação no final do ano. No quarto trimestre assistiu-se a um crescimento homólogo de 1,7% do PIB, para o qual contribuiu o comportamento positivo da procura interna e externa. No contexto da procura interna, é de relevar a variação negativa de 1,7% do consumo privado em relação a 2012 (INE, 2012).

Relativamente aos fluxos de comércio internacional, importa salientar o facto de as exportações terem crescido 5,4% e as importações 0,9%. De igual modo,

verificou-se uma ligeira melhoria do saldo externo de bens e serviços, que passou de -0,5% em 2012 para 1,1% em 2013 (INE, 2012).

Quanto à evolução do mercado de trabalho, na primeira metade de 2013 manteve-se a tendência de diminuição da população ativa, forte redução do emprego e aumento do desemprego de longa duração. No entanto, o agravamento da situação no mercado de trabalho foi menos intenso no segundo trimestre (INE, 2012).

Neste sentido, a taxa de desemprego situou-se em 16,4% no segundo trimestre de 2013, o que constitui uma redução em relação ao valor observado no primeiro trimestre do ano (17,7%), superior ao habitual efeito sazonal. No terceiro semestre, a taxa de desemprego sofreu uma forte redução para 15,6%. A taxa de desemprego média anual situou-se em 16,3% em 2013 (INE, 2012).

Desta forma, é perceptível a situação macroeconómica a nível europeu (e nacional) que iniciou, de acordo com o Relatório Anual de 2014 executado pelo Banco Central Europeu, os primeiros sinais de retoma assinaláveis em 2013.

Assim, num mundo em constante mutação, surge, em 2014, a estratégia de crescimento da União Europeia: a Europa 2020. Esta estratégia, com incidência em toda a próxima década, tem em vista uma economia inteligente, sustentável e inclusiva, sendo, para isso, devidamente sustentada por ações concretas tanto a nível nacional como da União Europeia (U.E.) (Governo de Portugal, 2014).

Ao longo da última década, Portugal registou uma variação positiva em diversos indicadores – para o qual contribuiu, por vezes de forma decisiva, a aplicação dos fundos comunitários - destacando-se a taxa de abandono escolar precoce (43,6% em 2000 e 23,2% em 2011), a relação da despesa em I&D no PIB (0,73% em 2000 e 1,5% em 2011) e o peso das energias renováveis

no consumo total de energia no país (19,2% em 2004 e 27,3% em 2011). Em sentido inverso, registou-se uma ligeira diminuição na taxa de emprego (73,5% em 2000 e 69,1% em 2011), refletindo a deterioração do mercado de trabalho em Portugal (Governo de Portugal, 2014).

De acordo com o Primeiro-Ministro britânico David Cameron, à Confederation of British Industry:

Para criar um novo dinamismo económico, para gerar crescimento, emprego e oportunidades, precisamos de apoiar as grandes empresas de amanhã, não apenas as grandes empresas de hoje. Isto significa facilitar o acesso a financiamento, criar um ambiente atrativo para capital de risco, levar os bancos a financiar novamente as PME e insistir que uma fatia muito maior do orçamento de compras públicas seja alocada a este segmento de empresas (Tradução de Vasconcelos, 2011, p.1).

De acordo com Vasconcelos (2011), este novo modelo económico implica “uma nova atitude e uma nova política económica, assente no apoio à emergência e expansão de jovens empresas inovadoras e de elevado crescimento” (Vasconcelos, 2011, p.1). As empresas inovadoras de crescimento rápido, com um papel ativo e fulcral nas economias emergentes serão, assim, o motor de crescimento da “nova” economia, e uma das razões do seu sucesso, particularmente nos setores mais intensivos em conhecimento, onde o dinamismo da atividade empresarial impera (Vasconcelos, 2011).

Ainda de acordo com o autor, “em última instância, só a emergência de uma vaga deste tipo de empresas permitirá vislumbrar que algo de verdadeiramente novo e estrutural se passa na economia portuguesa” (Vasconcelos, 2011, p.1).

É neste contexto que surge o Acordo de Parceria 2014-2020, intitulado de “Portugal 2020”, como a estratégia de Portugal, relativa aos fundos comunitários para o período compreendido entre 2014 e 2020, que estrutura as intervenções, os investimentos e as prioridades de financiamento

fundamentais para promover, em Portugal, o crescimento inteligente, sustentável e inclusivo (Governo de Portugal, 2014).

Neste sentido, e após a análise às diversas fontes de financiamento ao dispor das empresas portuguesas, de seguida serão detalhadas as particularidades do Portugal 2020 e as respetivas características e condições de acesso.

3.1.2. Definição

De acordo com Alavi & Leidner (2001), gerar conhecimento advém da investigação que só algumas empresas têm potencial para desenvolver de forma isolada ou em associação com as universidades.

O Portugal 2020 constitui o novo Quadro Estratégico Comum, substituindo o anterior Quadro de Referência Estratégica Nacional (QREN), que vigorou de 2007 a 2013. Este instrumento é um incentivo direto às empresas cofinanciado pelos fundos comunitários, e assume um papel de grande relevância na promoção do investimento empresarial em Portugal. Assim, este Programa-Quadro é um acordo de parceria adotado entre Portugal e a Comissão Europeia³³, concretizado num novo modelo de desenvolvimento económico assente na inovação (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

Neste capítulo abordar-se-ão as particularidades deste Programa-Quadro nacional de financiamento, bem como as suas principais características.

Saliente-se que, encontrando-se este instrumento ainda na sua fase inicial, o leque de fontes disponíveis que se possam utilizar neste estudo acerca desta temática é ainda relativamente escasso.

³³ A este respeito, *vide* Decisão de Execução da Comissão de 30-07-2014, que aprova determinados elementos do Acordo de Parceria com Portugal. CCI 2014PT16M8PA001 (2014).

O Acordo de Parceria 2014-2020, para o período compreendido entre 1 de janeiro de 2014 e 31 de dezembro de 2020, estabelece o Programa-Quadro “Portugal 2020”, definindo-o como um

Acordo de Parceria adotado entre Portugal e a Comissão Europeia, no qual se estabelecem os princípios e as prioridades de programação para a política de desenvolvimento económico, social e territorial em Portugal entre 2014 e 2020. Estes princípios de programação estão alinhados com as prioridades definidas na Estratégia Europa 2020 (Crescimento Inteligente, Sustentável e Inclusivo), com as Recomendações do Conselho a Portugal no âmbito do Semestre Europeu e com as prioridades presentes no Programa Nacional de Reformas definido pelo Governo Português (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015, p. 4).

Conforme anteriormente referido, este Programa-Quadro assenta em três princípios fundamentais, tal como delineados na estratégia da Europa 2020: “Crescimento Inteligente, Sustentável e Inclusivo” (Decisão de Execução da Comissão de 30/07/2014).

3.2. O Instrumento de Financiamento Portugal 2020

O Portugal 2020 é um instrumento de financiamento que se concretiza por via da contribuição dos fundos comunitários às empresas, concretamente quando se está perante (i) inovação de produtos, processos, formas de organização e comercialização; (ii) internacionalização das atividades, em particular das exportações; (iii) reforço de competências nas empresas, em particular nas PME; (iv) desenvolvimento das ligações e sinergias entre empresas, centros de I&D e ensino superior; e (v) orientação para a obtenção de resultados (Governo de Portugal, 2014).

Evidenciam-se, assim, quatro grandes objetivos temáticos:

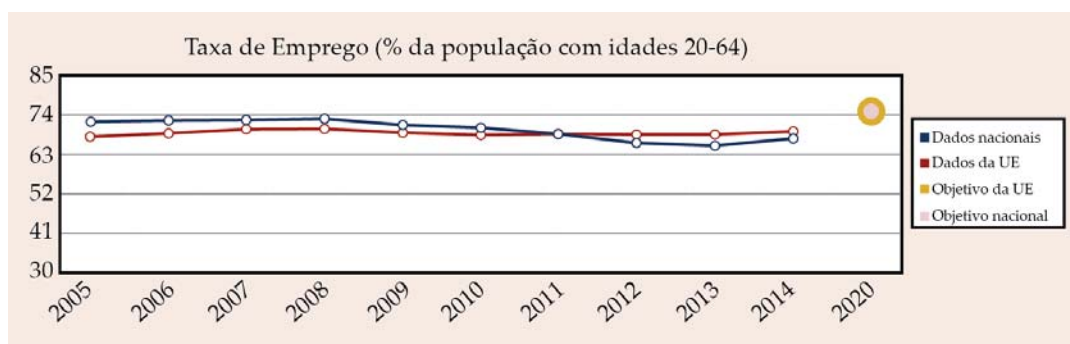
(i) em primeiro lugar, o estímulo da produção de serviços transacionáveis e a internacionalização da economia, pelo reforço da investigação, do

desenvolvimento tecnológico e da inovação; pelo aumento da acessibilidade, a utilização e a qualidade das Tecnologias da Informação (TIC); e pelo reforço da competitividade das PME;

- (ii) em segundo, o reforço do investimento na educação e na formação profissional;
- (iii) em terceiro, a promoção do emprego e o apoio à mobilidade dos trabalhadores;
- (iv) e finalmente, a prossecução de instrumentos de promoção da coesão e competitividade territoriais (Governo de Portugal, 2014).

Por conseguinte, e de acordo com a referida fonte, de forma a viabilizar o financiamento da União Europeia, Portugal definiu como objetivo principal a atingir com este Programa-Quadro financeiro, o crescimento e a criação de emprego a nível nacional. O gráfico seguinte demonstra (em percentagem de população com idade entre os 20 e os 64 anos) a evolução da taxa de emprego ao longo dos anos (desde 2005), bem como as respetivas metas estratégicas da Europa 2020 (Governo de Portugal, 2014).

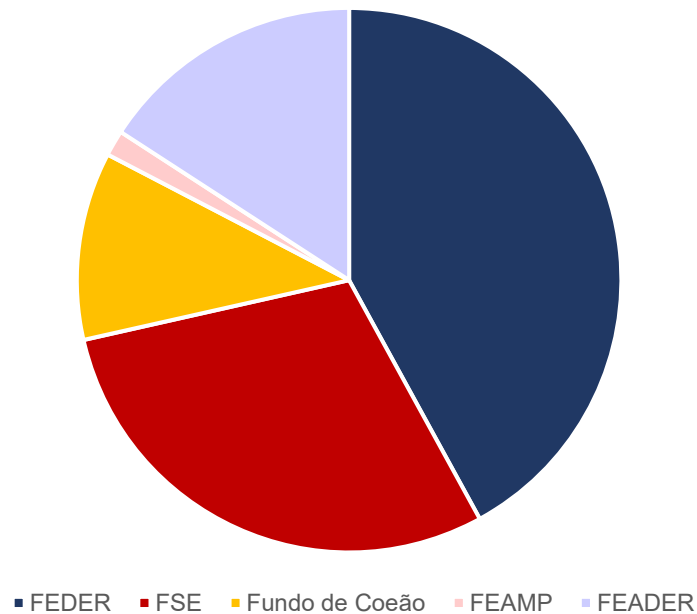
Gráfico 5: Metas da estratégia Europa 2020: criação de emprego



Fonte: http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-your-country/portugal/progress-towards-2020-targets/index_pt.htm

Assim, Portugal receberá, até 2020, um montante total de 25 mil milhões de euros, repartido pelos FEEI da forma como se observa na figura seguinte.

Figura 4: Dotações para os Fundos Estruturais e de Investimento (FEEI)



Fonte: <https://www.portugal2020.pt/Portal2020/o-que-e-o-portugal2020>

O Acordo de Parceria celebrado *“estrutura as intervenções, investimentos e prioridades de financiamento fundamentais para promover, no nosso país, o crescimento inteligente, sustentável e inclusivo no período 2014 a 2020”* (Governo de Portugal, 2014, p. 9).

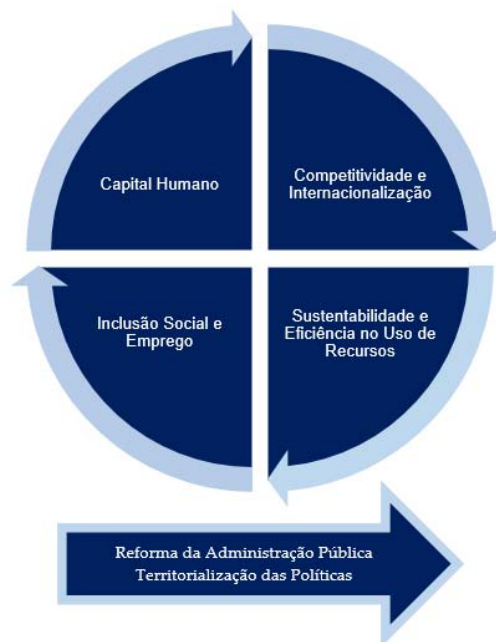
De acordo com Vasconcelos (2011), o reforço do investimento nos domínios da inovação, da investigação e da educação é crítico para uma retoma sustentável da economia, assente na criação sustentada de emprego de qualidade e na coesão social. Segundo a OCDE, *“the crisis has only served to underscore the need for innovation as a way to provide new solutions. While expenditure cuts are needed, governments must continue to invest in future sources of growth, such as education, infrastructure and research”* (OECD, 2010, p. 10).

O objetivo primordial do Portugal 2020 passava por *“uma recuperação de uma trajetória de crescimento e de emprego”* (Governo de Portugal, 2014). Não obstante, antes de se estabelecerem os objetivos a atingir, foram estabelecidas

as principais condicionantes do nosso país: (i) desequilíbrios externos (orçamental e balança comercial); (ii) restrições de financiamento à economia (desalavancagem do sistema financeiro e diferencial no custo de crédito); (iii) restrições decorrentes da consolidação das contas públicas; (iv) desemprego e exclusão social; (v) desafio da evolução demográfica (envelhecimento, taxa de natalidade, pressão sobre sistemas de proteção social); (vi) assimetrias e potencialidades territoriais (diferenças PIB e níveis de emprego entre regiões) e (vii) compromissos no âmbito do Plano Nacional de Reformas de Portugal e a Estratégia Europa 2020 (ambiente e energia, o investimento em inovação, a escolaridade e o combate à pobreza) (Governo de Portugal, 2014).

Neste sentido, e conforme anteriormente referido, as principais prioridades de intervenção dos fundos comunitários para o período 2014-2020 estão organizadas em quatro domínios temáticos e nos domínios transversais relativos à reforma da Administração Pública e à territorialização das intervenções, de acordo com a figura seguinte (Governo de Portugal, 2014).

Figura 5: Prioridades de intervenção dos fundos comunitários



Fonte: baseado em <https://www.portugal2020.pt/Portal2020/Media/Default/Docs/COMUNICACAO/Portugal2020%2019%20Dez%2014.pdf>

Deste modo, delinearão-se os critérios essenciais a alcançar com este Programa-Quadro, a saber:

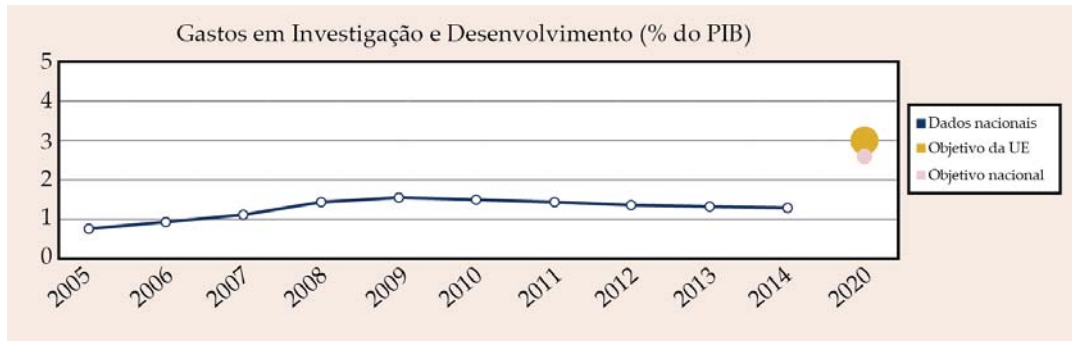
- estímulo à produção de bens e serviços transacionáveis;
- aumento das exportações;
- transferência de resultados do sistema científico para o tecido produtivo;
- cumprimento da escolaridade obrigatória para os 18 anos;
- diminuição dos níveis de abandono escolar precoce;
- integração das pessoas em risco de pobreza e combate à exclusão social;
- promoção do desenvolvimento sustentável, numa perspetiva de eficiência na utilização dos recursos;
- reforço da coesão territorial, especificamente nas cidades e em zonas de reduzida densidade; e
- racionalização, modernização e capacitação da Administração Pública (Governo de Portugal, 2014).

Cumprido, ainda, destacar a estratégia de investigação e inovação de Portugal, tendo em vista a especialização inteligente nas suas vertentes, quer nacional, quer regional (norte, centro, Lisboa, Alentejo, Algarve, Açores e Madeira). Neste sentido, são privilegiados projetos que detenham vantagens comparativas e competitivas, ou potencial para tal, no desenvolvimento das zonas evidenciadas. O alinhamento com essas estratégias integra a obrigatoriedade na concretização dos investimentos do Portugal 2020 em Investigação, Desenvolvimento Tecnológico e Inovação e no apoio à competitividade das PME (Governo de Portugal, 2014). Neste âmbito, o *target* nacional para o investimento em Investigação e Desenvolvimento (I&D)³⁴ está compreendido entre 2,70 e 3,30% dos *gross domestic product* (GDP) a ser

³⁴ Investigação e Desenvolvimento (I&D): “A investigação e o desenvolvimento experimental (ID) incluem o trabalho criativo levado a cabo de forma sistemática para aumentar o campo dos conhecimentos, incluindo o conhecimento do homem, da cultura e da sociedade, e a utilização desses conhecimentos para criar novas aplicações” (OECD, 2002, p. 43).

investidos para esse propósito (Governo de Portugal, 2014). O gráfico seguinte mostra a evolução (em percentagem de GDP) do investimento em I&D bem como as metas a atingir pela Europa 2020.

Gráfico 6: Metas da estratégia Europa 2020: I&D

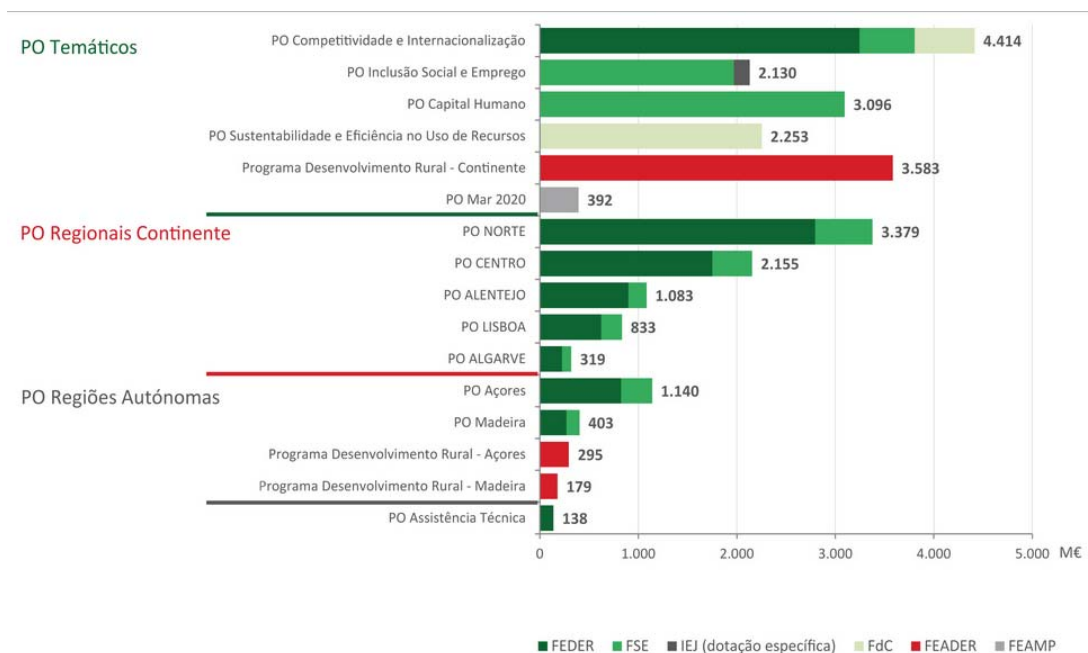


Fonte: http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-your-country/portugal/progress-towards-2020-targets/index_pt.htm

Deste modo, o Portugal 2020 operacionaliza-se em 16 programas operacionais, aos quais acrescem os Programas de Cooperação Territorial nos quais Portugal participará a par com outros Estados membros, a saber: (i) quatro Programas Operacionais Temáticos no Continente; (ii) cinco Programas Operacionais Regionais no Continente; (iii) dois Programas Regionais nas Regiões Autónomas; (iv) três Programas de Desenvolvimento Rural; (v) um Programa para o Fundo Europeu dos Assuntos Marítimos e das Pescas; e (vi) um Programa Operacional de Assistência Técnica (www.portugal2020.pt).

No gráfico seguinte observam-se as dotações financeiras a atribuir a cada um dos programas operacionais anteriormente referidos.

Gráfico 7: Dotações financeiras por Programa e por Fundo

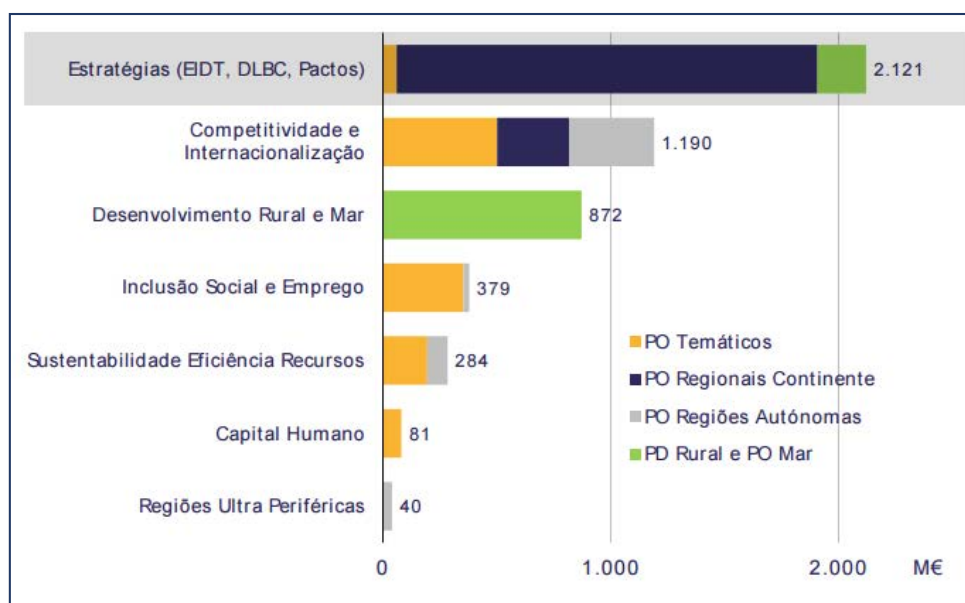


Fonte: <https://www.portugal2020.pt/Portal2020/o-que-e-o-portugal2020>

Em termos práticos, de acordo com a informação já disponível (que se pode observar no gráfico abaixo), os apoios estão fortemente concentrados no domínio da competitividade e internacionalização, especificamente no apoio ao investimento empresarial através dos sistemas de incentivos às empresas (representando já cerca de 24% do volume de fundos colocados a concurso) (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

O gráfico abaixo permite observar o nível de dotação dos respetivos fundos colocada a concurso desde novembro de 2014 até dezembro de 2015.

Gráfico 8: Dotação colocada a concurso no período compreendido entre novembro de 2014 e dezembro de 2015



Fonte: Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015

O domínio temático “Competitividade e Internacionalização” constitui o maior leque de opções de incentivos diretos às empresas, pelo que, na presente dissertação, será o único domínio a ser desenvolvido (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

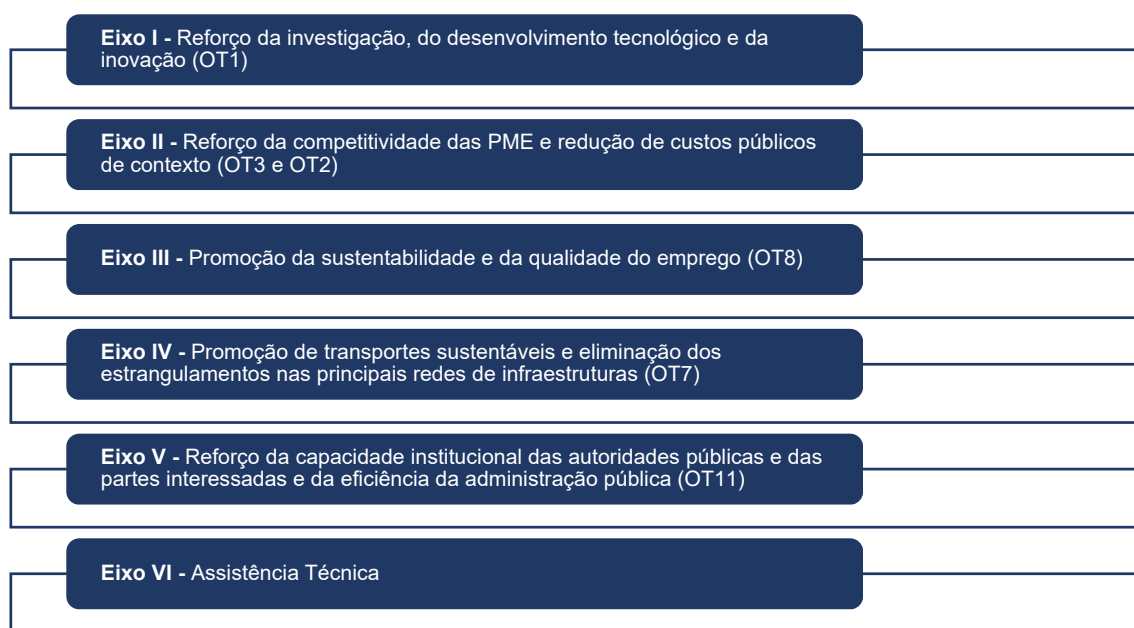
Neste contexto, descreve-se, de seguida, de forma pormenorizada o referido PO temático: Competitividade e Internacionalização.

3.3. Competitividade e Internacionalização

A Competitividade e Internacionalização constitui o mais importante conjunto dos sistemas de incentivos às empresas, com o intuito de *“aumentar significativamente a sua competitividade económica, mobilizando e potenciando os seus recursos e competências, visando a criação de emprego e a retoma da dinâmica de convergência com as economias mais desenvolvidas da União Europeia”* (Compete 2020, 2014, p. 3).

De acordo com a mesma fonte, o presente domínio está estruturado em cinco eixos, tal como se pode observar na figura seguinte.

Figura 6: Domínio temático Competitividade e Internacionalização³⁵



O Eixo I é dotado de um conjunto vasto e coerente de objetivos perfeitamente alinhados com a Especialização Inteligente. Este eixo abrange um conjunto de ações de rede e interface propícias à valorização económica do conhecimento, cobrindo a totalidade das fases do processo de Investigação e Inovação (I&I) (Compete 2020, 2014).

O presente Eixo tem como regiões alvo o Norte, o Centro e o Alentejo³⁶. Os beneficiários poderão assumir diversas formas jurídicas, consoante o objetivo específico em causa: (i) entidades não empresariais do Sistema de I&I³⁷.

³⁵ Objetivo Temático (OT) 1: reforçar a investigação, o desenvolvimento tecnológico e a inovação.

OT 2: melhorar o acesso às TIC, bem como a sua utilização e qualidade.

OT 3: reforçar a competitividade das PME e dos setores agrícola das pescas e da aquicultura.

OT 7: promover transportes sustentáveis e eliminar estrangulamentos nas redes de infraestruturas.

OT 8: promover a sustentabilidade e qualidade do emprego e apoiar a mobilidade dos trabalhadores.

OT 11: reforçar a capacidade institucional das autoridades públicas e das partes interessadas e a eficiência da administração pública (Governo de Portugal, 2014).

³⁶A este respeito *vide* Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos (NUTS) 2.

³⁷ "Entidades de investigação e divulgação de conhecimentos: universidades, laboratórios do Estado, centros de I&D públicos e entidades de interface, como sejam os Centros Tecnológicos" (Compete 2020, 2014, p. 16).

"Sistema de Investigação e Inovação (SI&I): Conjunto de componentes, relações e atributos que contribui para a produção, difusão e exploração do conhecimento em novos produtos, processos industriais e serviços em benefício da sociedade. Implica uma atuação concertada de vários atores no processo de circulação de conhecimento

Saliente-se que, neste caso específico, as empresas apenas poderão beneficiar do incentivo no âmbito deste Eixo, quando se tratem de projetos em co-promoção liderados por entidades não empresariais); (ii) instituições privadas sem fins lucrativos e agências públicas³⁸; e (iii) empresas não PME (Compete 2020, 2014).

De referir que, esta última categoria de beneficiários, se aplica apenas a investimento que respeite a ações que impulsionem o investimento empresarial em atividades inovadoras, incluindo de natureza produtiva (corpórea ou incorpórea), desde que essa inovação seja de âmbito nacional ou internacional (Compete 2020, 2014).

Excecionalmente, o Eixo II tem por base dois objetivos temáticos: o *“Reforço da competitividade das PME (OT 3)”* e a *“Melhoria do acesso às TIC, bem como a sua utilização e a sua qualidade, por parte da Administração Pública (OT 2)”*. A finalidade será a redução dos custos públicos de contexto para a competitividade do tecido empresarial, e o reforço do investimento em Tecnologias da Informação e Comunicação (TIC) quer nas empresas quer na Administração Pública (Compete 2020, 2014).

Tal como o Eixo I, este Eixo dirige-se a várias categorias de beneficiários dependente dos objetivos específicos em causa: (i) PME, entidades públicas e instituições privadas sem fins lucrativos no âmbito de projetos conjuntos com

científico e tecnológico, desde os produtores aos exploradores, numa interação que envolve ainda a intermediação de entidades que têm como principal função promover a valorização económica do conhecimento. Abrange todas as fases da cadeia de investigação e inovação desde a investigação fundamental à inovação produtiva promovida por empresas por via da introdução de novos produtos, novos processos ou novas formas organizacionais e de marketing (incluindo as atividades de investigação, desenvolvimento tecnológico, demonstração e inovação) e privilegia uma lógica de interação entre todos os atores deste sistema, com especial enfoque entre as entidades de investigação e produção de conhecimentos (composto pelas universidades, laboratórios do Estado, centros de I&D públicos e entidades de interface, como sejam os Centros Tecnológicos, ou seja, entidades não empresariais do Sistema de I&I) e as empresas (enquanto entidades centrais da componente inovação). Este conceito encontra-se em linha com a abordagem europeia (e.g. Estratégia Europa 2020 e regulamentação comunitária dos FEEI)” (Compete 2020, 2014, p. 17).

³⁸ Agências públicas: Entidades públicas *“com responsabilidades em matéria de políticas públicas”* (Compete 2020, 2014, p. 16).

PME, se se tratar de “*capacitação das empresas para a internacionalização, com vista a promover o aumento das exportações*”, ou “*capacitação das PME para o desenvolvimento de bens e serviços*” (ii) entidades e agências públicas e instituições privadas sem fins lucrativos que estejam focalizadas no apoio ao empreendedorismo, quando o investimento tiver como finalidade a promoção do empreendedorismo qualificado e criativo; e (iii) Administração Central do Estado (organismos e serviços da Administração direta e indireta do Estado, excluindo a Administração desconcentrada³⁹) e entidades públicas empresariais prestadoras de serviços públicos, bem como outros níveis da administração ou outras entidades públicas e privadas sem fins lucrativos no âmbito de protocolos celebrados com a Administração Central, no caso do investimento se dirigir à redução de custos de contexto e melhoria da eficiência da Administração Pública (Compete 2020, 2014).

O Eixo III, vocacionado para a qualidade dos recursos humanos, direciona-se para os investimentos na formação de base dos jovens e adultos, promovendo projetos coletivos dirigidos às empresas e seus trabalhadores, realizados por empresas e pelos seus trabalhadores e por entidades públicas e privadas sem fins lucrativos que promovam (Compete 2020, 2014).

O Eixo IV dirige-se aos investimentos relacionados com os transportes, como impulsionador da economia portuguesa (nomeadamente, diminuição de custos e tempos e a acessibilidade aos mercados),

quer em termos de melhoria da conectividade internacional quer de uma maior eficiência da rede de transportes e logística, sendo igualmente relevante a aposta em sistemas, equipamentos e infraestruturas sustentáveis, mais eficientes e com menores impactes sobre o ambiente (Compete 2020, 2014, p. 8).

³⁹ Administração desconcentrada do Estado: serviços desconcentrados da administração direta e indireta do Estado (Compete 2020, 2014).

Segundo a referida fonte, este Eixo visa (i) *“desenvolver sistemas, equipamentos e infraestruturas de transporte e logística inseridas nas redes transeuropeias”*, sendo os beneficiários entidades públicas nacionais e regionais (Administração direta e indireta do Estado e empresas públicas ou de capitais públicos) e gestoras das infraestruturas portuárias, ferroviárias e de logística, sendo o território alvo o Continente e a Região Autónoma dos Açores; (ii) *“desenvolver sistemas, equipamentos e infraestruturas de transporte e logística com baixas emissões de carbono”*, sendo dirigido a entidades públicas nacionais e regionais (Administração direta e indireta do Estado e empresas públicas ou de capitais públicos) e gestoras das infraestruturas portuárias e de logística, localizadas no Continente e Região Autónoma dos Açores; e (iii) *“promover a competitividade do sistema ferroviário”*, nas regiões correspondentes às NUTS 2 Norte, Centro e Alentejo, e vocacionado para entidades públicas nacionais e regionais (Administração direta e indireta do Estado e empresas públicas ou de capitais públicos) e gestoras das infraestruturas fixas ferroviárias (Compete 2020, 2014, p. 8).

O Eixo V tem como objetivo a qualificação e capacitação dos serviços e dos trabalhadores em funções públicas, nas NUTS 2 Norte, Centro e Alentejo. Este Eixo tem como beneficiários, consoante o objetivo específico, a Administração central do Estado (organismos e serviços da administração direta e indireta do Estado, incluindo a administração desconcentrada) e entidades públicas empresariais prestadoras de serviços públicos, bem como outros níveis da Administração ou outras entidades públicas no âmbito de protocolos celebrados com a Administração Central (Compete 2020, 2014).

Por fim, o Eixo VI tem o seu foco na gestão e implementação eficaz e eficiente do presente Programa-Quadro de forma, bem como na promoção da sua divulgação (Compete 2020, 2014).

Desta forma, o desafio deste Portugal 2020 traduz-se em

trabalhar para que Portugal e em especial as suas regiões menos desenvolvidas solucionem problemas estruturais e ganhem capacidades e competências para crescer e ser competitivas, com reflexo sobre o nível de vida das populações e sobre a coesão dos territórios (Compete 2020, 2014, p. 9).

Para isso, observa-se, na tabela abaixo, a contribuição do Fundo Comunitário atribuída a cada um dos Eixos anteriormente descritos.

Tabela 7: Orçamento do Compete 2020

EIXO	Custo Total	Fundo Comunitário	Contrapartida Nacional		
			Total	Pública	Privada
EIXO I	2.078.674.266	1.400.145.736	678.528.530	101.490.196	577.038.334
EIXO II	2.500.142.046	1.632.398.463	867.743.583	58.652.647	809.090.936
EIXO III	494.462.796	395.570.237	98.892.559	4.944.628	93.947.931
EIXO IV	834.117.647	709.000.000	125.117.647	118.861.765	6.255.882
EIXO V	190.959.968	162.315.973	28.643.995	28.643.995	0
Assistência Técnica	134.705.882	114.500.000	20.205.882	20.205.882	0
TOTAL PO CI	6.233.062.606	4.413.930.409	1.819.132.197	332.799.113	1.486.333.084
FEDER	4.831.169.253	3.247.044.199	1.584.125.054	197.113.431	1.387.011.623
FSE	685.422.764	557.886.210	127.536.554	33.588.623	93.947.931
Fundo de Coesão	716.470.588	609.000.000	107.470.588	102.097.059	5.373.529

Fonte: Compete 2020, 2014.

Os sistemas de incentivos às empresas abrangidos por este domínio da Competitividade e Internacionalização estão previstos na Portaria n.º 57-A/2015, de 27 de fevereiro. De acordo com o artigo n.º 3 da referida Portaria, *“o sistema de incentivos às empresas previsto no presente regulamento abrange as seguintes tipologias de investimento:*

- a) Inovação empresarial e empreendedorismo;*
- b) Qualificação e internacionalização das PME; e*
- c) Investigação e desenvolvimento tecnológico.”*

Descrevem-se, seguidamente, cada um destes sistemas de incentivos referidos na lei.

3.3.1. Sistema de Incentivos à Inovação Empresarial e Empreendedorismo

“A tipologia de investimento inovação empresarial e o empreendedorismo estrutura-se em três áreas com o respetivo enquadramento nas prioridades de investimento e objetivos temáticos dos programas operacionais financiadores” (Artigo n.º 19, Portaria n.º 57-A/2015). O quadro seguinte sintetiza as características principais do referido sistema de incentivos.

Quadro 1: SI inovação empresarial e empreendedorismo

ÁREA ⁴⁰	OBJETIVO TEMÁTICO ⁴¹	PRIORIDADE DE INVESTIMENTO ⁴²	BENEFICIÁRIOS ⁴³
Inovação produtiva Não PME	OT 1: “Reforçar a investigação, o desenvolvimento tecnológico e a inovação”	“Promoção do investimento das empresas em inovação e investigação, o desenvolvimento de ligações e sinergias entre empresas, centros de I&D e o setor do ensino superior, em especial a promoção do desenvolvimento de produtos e serviços, transferência de tecnologia, inovação social, ecoinovação e aplicações de interesse público, no estímulo da procura, em redes, clusters e inovação aberta através da especialização inteligente, apoio à investigação tecnológica aplicada, linhas piloto, ações de validação precoce de produtos, capacidades avançadas de produção e primeira produção, em especial no que toca às tecnologias facilitadoras essenciais e à difusão de tecnologias de interesse geral” ⁴⁴	Não PME
Empreendedorismo qualificado e criativo	OT 3: “Reforçar a Competitividade	“Promoção do espírito empresarial facilitando nomeadamente o apoio à exploração económica de novas ideias e	PME

⁴⁰ Fonte: n.º 1, artigo n.º 19, Portaria n.º 57-A/2015.

⁴¹ Fonte: n.º 1, artigo n.º 19, Portaria n.º 57-A/2015.

⁴² Fonte: Governo de Portugal, 2014.

⁴³ Fonte: n.º 1, artigo n.º 19, Portaria n.º 57-A/2015.

⁴⁴ Principais objetivos das intervenções:

- “Aumentar o investimento empresarial em I&I, reforçando a ligação entre as empresas e as restantes entidades do sistema nacional de I&I e promovendo o aumento das atividades económicas intensivas em conhecimento e a criação de valor baseada na inovação”;
- “Reforçar as redes e outras formas de parceria e cooperação, que visem a inovação e a internacionalização de empresas e das cadeias de valor (clusterização)”;
- “Aumentar o investimento empresarial em atividades inovadoras, promovendo o aumento da produção transacionável e internacionalizável e a alteração do perfil produtivo do tecido económico” (Governo de Portugal, 2014, p. 118).

ÁREA ⁴⁰	OBJETIVO TEMÁTICO ⁴¹	PRIORIDADE DE INVESTIMENTO ⁴²	BENEFICIÁRIOS ⁴³
	<i>das PME e dos setores agrícola das pescas e da aquicultura</i>	<i>incentivando a criação de novas empresas, designadamente através de viveiros de empresas</i> ⁴⁵	
Inovação produtiva PME	OT 3: <i>“Reforçar a Competitividade das PME e dos setores agrícola das pescas e da aquicultura”</i>	<i>“Apoio à criação e alargamento de capacidades avançadas de desenvolvimento de produtos e serviços”</i> ⁴⁶	PME
Inovação produtiva Não PME Empreendedorismo qualificado e criativo Inovação produtiva PME	OT 8: <i>“Promover a sustentabilidade e qualidade do emprego e apoiar a mobilidade dos Trabalhadores”</i>	<i>“Adaptação dos trabalhadores, das empresas e dos empresários à mudança”</i> ⁴⁷	Empresas de qualquer natureza e sob qualquer forma jurídica

Assim, de modo a promover a inovação através da produção de novos bens, serviços e/ou processos, ao nível das despesas consideráveis elegíveis destacam-se, as máquinas e equipamentos, os equipamentos informáticos, incluindo *software*, a construção e obras de remodelação - turismo e indústria - com limitações, a transferência de tecnologia, licenças e *“saber-fazer”* e os estudos e projetos, diagnósticos, auditorias e serviços de engenharia (Portaria n.º 57-A/2015).

Finalmente, relativamente à natureza deste incentivo, assume a forma reembolsável sem juros à taxa base de 35%, com possibilidade de majoração até 75%. O plano de reembolso é semestral, durante 8 anos com 2 anos de carência (novos estabelecimentos hoteleiros e conjuntos turísticos: 10 anos com 3 anos de carência). Existe ainda a possibilidade de isenção de

⁴⁵ Principal objetivo das intervenções, segundo o Acordo de Parceria 2014-2020: *“Promover o empreendedorismo qualificado e criativo”* (Governo de Portugal, 2014, p. 123).

⁴⁶ Principal objetivo das intervenções, segundo o Acordo de Parceria 2014-2020: *“Reforçar a capacitação empresarial das PME para o desenvolvimento de bens e serviços”* (Governo de Portugal, 2014, p. 123).

⁴⁷ A presente prioridade de investimento aplica-se às três áreas integrante do sistema de incentivos inovação empresarial e empreendedorismo, e reveste carácter facultativo. De acordo com a lei: *“Às áreas definidas (...) pode estar associada uma componente de formação”* (n.º 2, artigo n.º 19, Portaria n.º 57-A/2015).

reembolso até 50% do empréstimo reembolsável, mediante superação dos resultados previstos (Portaria n.º 57-A/2015).

3.3.2. Sistema de Incentivos à Qualificação e internacionalização das PME

A segunda tipologia intitulada “*Qualificação e internacionalização das PME*”, está estruturada em duas áreas. Na tabela seguinte apresentam-se, resumidamente, as características principais deste sistema de incentivos:

Quadro 2: SI Qualificação e internacionalização das PME

ÁREA ⁴⁸	OBJETIVO TEMÁTICO ⁴⁹	PRIORIDADE DE INVESTIMENTO ⁵⁰	BENEFICIÁRIOS ⁵¹
Internacionalização das PME	OT 3: “Reforçar a Competitividade das PME e dos setores agrícola das pescas e da aquicultura”	“Desenvolvimento e aplicação de novos modelos empresariais para as PME, especialmente no que respeita à internacionalização” ⁵²	PME de qualquer natureza e sob qualquer forma jurídica
Qualificação das PME	OT 3: “Reforçar a Competitividade das PME e dos setores agrícola das pescas e da aquicultura”	“Apoio à criação e alargamento de capacidades avançadas de desenvolvimento de produtos e serviços” ⁵³	PME de qualquer natureza e sob qualquer forma jurídica
Internacionalização das PME Qualificação das PME	OT 8: “Promover a sustentabilidade e qualidade do emprego e apoiar a mobilidade dos Trabalhadores”	“Adaptação dos trabalhadores, das empresas e dos empresários à mudança” ⁵⁴	PME de qualquer natureza e sob qualquer forma jurídica

Deste modo, de forma a promover a inovação, modernização e internacionalização destas empresas, sendo a natureza deste incentivo não reembolsável, as despesas consideráveis elegíveis são: equipamentos e *software* relacionados com o projeto; contratação de quadros técnicos com nível de qualificação igual ou superior à licenciatura; participação em feiras e exposições, missões empresariais e ações de promoção; serviços de

⁴⁸ Fonte: n.º 1, artigo n.º 40, Portaria n.º 57-A/2015.

⁴⁹ Fonte: n.º 1, artigo n.º 40, Portaria n.º 57-A/2015.

⁵⁰ Fonte: Governo de Portugal, 2014.

⁵¹ Fonte: Artigo n.º 47, Portaria n.º 57-A/2015.

⁵² Principais objetivos das intervenções, segundo o Acordo de Parceria 2014-2020:

“Reforçar a capacitação empresarial para a Internacionalização, promovendo o aumento das exportações e a visibilidade internacional de Portugal” (Governo de Portugal, 2014, p. 123).

⁵³ Principal objetivo das intervenções, segundo o Acordo de Parceria 2014-2020:

“Reforçar a capacitação empresarial das PME para o desenvolvimento de bens e serviços” (Governo de Portugal, 2014, p. 123).

⁵⁴ A presente prioridade de investimento aplica-se às três áreas integrante do sistema de incentivos inovação empresarial e empreendedorismo, e reveste carácter facultativo. De acordo com a lei: “Às áreas definidas (...) pode estar associada uma componente de formação” (n.º 2, artigo n.º 40, Portaria n.º 57-A/2015).

consultoria especializados; e formação de recursos humanos (Portaria n.º 57-A/2015).

3.3.3. Sistema de Incentivos à Investigação e Desenvolvimento Tecnológico (“SI I&DT”)

Finalmente, o SI I&DT. Este sistema de incentivos tem como objetivo promover a investigação e o desenvolvimento tecnológico enquadrado na prioridade de investimento

promoção do investimento das empresas em inovação e investigação, o desenvolvimento de ligações e sinergias entre empresas, centros de I&D e o setor do ensino superior, em especial a promoção do desenvolvimento de produtos e serviços, transferência de tecnologia, inovação social, ecoinovação e aplicações de interesse público, no estímulo da procura, em redes, clusters e inovação aberta através da especialização inteligente, apoio à investigação tecnológica aplicada, linhas piloto, ações de validação precoce de produtos, capacidades avançadas de produção e primeira produção, em especial no que toca às tecnologias facilitadoras essenciais e à difusão de tecnologias de interesse geral (n.º 1, artigo n.º 59, Portaria n.º 57-A/2015),

no âmbito do Objetivo temático 1 “*reforçar a investigação, o desenvolvimento tecnológico e a inovação*”. Adicionalmente, e à semelhança dos sistemas de incentivos anteriormente descritos “*à área definida (...) pode estar associada uma componente de formação, a qual se enquadra na prioridade de investimento 8.5. “adaptação à mudança dos trabalhadores, das empresas e dos empresários” do objetivo temático 8*” (n.º 2, artigo n.º 59, Portaria n.º 57-A/2015).

Esta tipologia visa a criação de novos conhecimentos, e o incentivo assume natureza não reembolsável à taxa base de 25%, majorável até 65%, dependendo da tipologia de atividades a desenvolver, até ao limite de um milhão de euros por projeto. Quando o incentivo ultrapassar o referido

montante, a natureza assume uma modalidade mista: 75% não reembolsável e 25% reembolsável. De salientar que, neste sistema de incentivos específico, são aceites como despesas: as remunerações do pessoal técnico do beneficiário, as matérias-primas, materiais consumíveis e componentes para construção de protótipos, a aquisição de serviços a terceiros, incluindo assistência técnica, científica e consultoria, viagens e estadas no estrangeiro diretamente associadas ao projeto e o *software*, instrumentos e equipamentos científicos e técnicos (Portaria n.º 57-A/2015).

4. Conclusões

De acordo com o referido anteriormente, existem diversas alternativas de uma empresa obter financiamento. Por conseguinte, são duas as decisões fundamentais a tomar por parte de uma empresa, a saber: (i) decisão estratégica, a qual passa pela escolha da combinação entre capital próprio e dívida; *i.e.*, a sua estrutura de capitais; e (ii) decisões táticas, as quais passam por selecionar, de entre os vários instrumentos de financiamento (por dívida e por capital próprio) ao seu dispor, aqueles que mais se adequam às suas necessidades. Ao nível dos instrumentos de financiamento, o capital próprio advém, por um lado, das entradas dos sócios das sociedades na sua criação, bem como da retenção de resultados. Por outro lado, poderá também advir de capital de risco vocacionado essencialmente para apoiar no crescimento e valorização do negócio. Finalmente, a subsídição a fundo perdido das empresas via fundos comunitários ou estruturais é igualmente uma componente de capital próprio.

Adicionalmente, no que toca ao financiamento por dívida, também é possível destacar os instrumentos financeiros habituais como os empréstimos bancários, o *leasing*, os empréstimos obrigacionistas, entre outros.

Por último, existe ainda uma nova modalidade de financiamento que assume natureza reembolsável, mas também não reembolsável: o Portugal 2020, como sucessor do antigo Quadro Estratégico Europeu (QREN). Esta modalidade tem como principal objetivo a antecipação de fundos - quer os provenientes de entidades públicas quer os oriundos de fundos comunitários.

Relativamente a este último instrumento, trata-se de uma fonte de financiamento ainda pouco explorada, pelo que será objeto de estudo clínico na presente dissertação.

Parte II: Análise Empírica do Papel do Portugal 2020 no apoio às PME Portuguesas

5. Metodologia

Feita a análise da literatura relevante, é essencial, para a compreensão eficaz de um trabalho desta natureza, descrever como o mesmo se realizou e, sobretudo, como o mesmo foi desenvolvido, tendo em atenção a parte teórica e a parte empírica. Desta forma, o presente capítulo apresenta uma descrição detalhada sobre o modo como a investigação foi realizada, começando por identificar as motivações que sustentam o objeto de estudo da presente dissertação (problema), e, posteriormente, apresentar as hipóteses a submeter a validação. Através destas últimas, procurou-se analisar a conexão das motivações referidas na literatura existente com os motivos que poderão influenciar a opção pelo Portugal 2020 pelas PME portuguesas.

Identificado o problema, e estabelecidas as respetivas hipóteses, o presente capítulo identifica a metodologia utilizada no estudo clínico desenvolvido.

5.1. Problema

De toda a revisão de literatura atrás efetuada, conclui-se que as decisões de financiamento têm um grande impacto no valor das empresas. Assim, o objetivo da presente dissertação está relacionado com o impacto do financiamento nas empresas portuguesas, através da análise do contributo do Portugal 2020 para a criação de valor empresarial, bem como do seu impacto na dinâmica de financiamento empresarial.

Neste sentido, perante um projeto de investimento, e a decisão de avançar ou abandonar o mesmo, é necessário avaliar de que forma o(s) instrumento(s) de financiamento poderá(ão) representar uma vantagem financeira para as empresas.

Dadas as restrições ao acesso ao financiamento, particularmente por parte das PME, torna-se relevante analisar o impacto de um financiamento Portugal 2020 a dois níveis: (i) no seu custo de financiamento; e (ii) na eliminação de restrições ao investimento por falta de opções de financiamento.

Subjacente à presente dissertação, encontra-se um conjunto de motivações que, de alguma forma, incentivam as PME a optar pela via do financiamento Portugal 2020. Assim, no âmbito desta realidade, procurou-se concluir sobre o contributo deste Programa nas PME portuguesas, e antecipar as principais vantagens e problemas a ele associados.

5.2. Hipóteses de investigação

Tendo por base o problema enunciado anteriormente, a questão de investigação sob a qual se centrou este estudo foi a seguinte:

Qual o contributo do Programa do Portugal 2020 no financiamento das empresas portuguesas?

Tendo como base os problemas enunciados em cima e as questões de investigação colocadas, desenvolveram-se as seguintes hipóteses de investigação:

- Hipótese I: O Portugal 2020 permite resolver problemas de sub-investimento no seio das empresas portuguesas; ou seja, o incentivo, como fonte de financiamento, é indispensável para que as empresas em análise realizem os investimentos ambicionados.
- Hipótese II: O Portugal 2020 incentiva o investimento em projetos que, de outra forma, não seriam implementados pois não seriam suficientemente rentáveis para que os beneficiários os realizassem; *i.e.*, aumenta significativamente o valor criado para os seus promotores.

5.3. Metodologia de Investigação

Analisando o objetivo deste trabalho, o âmbito do presente Trabalho Final de Mestrado consistiu em compreender qual o contributo do Portugal 2020 no financiamento das empresas portuguesas. Com esta investigação pretendeu-se, fundamentalmente, obter evidência que permitisse responder à questão colocada (Johansson, Scholes & Whittington, 2009).

A metodologia utilizada foi a de estudo clínico (*“Clinical Study”*), consubstanciada na avaliação financeira de dois projetos de investimento, realizados na esfera de duas empresas selecionadas, que recorreram ao Portugal 2020. Com a investigação clínica desenvolvida, pretendeu-se fundamentalmente a obtenção de evidência que permitisse estabelecer uma ligação empírica entre as hipóteses estabelecidas e as motivações teóricas refletidas no problema. O estudo clínico incidiu sobre a análise do Valor Atualizado Líquido (VAL) gerado pelos projetos das empresas selecionadas, tendo em conta a sua estrutura de capital, bem como os instrumentos de financiamento a contratar.

Conforme referido, esta análise foi efetuada mediante o estudo de dois casos práticos, com o objetivo de perceber que fontes de financiamento utilizavam e quais as motivações de terem recorrido ao Portugal 2020, tendo como objetivo primordial dar resposta à questão colocada, bem como às hipóteses formuladas.

Adicionalmente, a constatação da realidade presente nas empresas consideradas nos estudos de caso, bem como a perceção da realidade das mesmas e a importância do Portugal 2020 em cada projeto analisado, pode ser analisada de uma forma mais benéfica através da elaboração de entrevistas aos agentes que tomam estas decisões.

A este respeito, a utilização de metodologias de pesquisa empírica qualitativa de forma a explicitar o comportamento das empresas, é uma prática já bem estabelecida (Santos, 2003). Esta metodologia de pesquisa, baseada na elaboração de inquéritos, não se consubstancia na aproximação comum ao nível do estudo das Finanças Empresariais. No entanto, de acordo com o autor, a sua utilização e interesse tem vindo a aumentar. A nível académico, um conjunto de economistas de renome participaram, em 1999, na conferência *“Complementary Research Methodologies: The Interplay of Theoretical, Empirical and Field-Based Research in Finance”* onde afirmaram estar interessados em conciliar quer a pesquisa “tradicional”, quer a pesquisa baseada em trabalho de campo, no desenvolvimento do conhecimento na área das Finanças, reconhecendo que *“carefully studying the activities of a few firms may be one of the only ways to study phenomena which are not easily quantifiable”* (Santos, 2003).

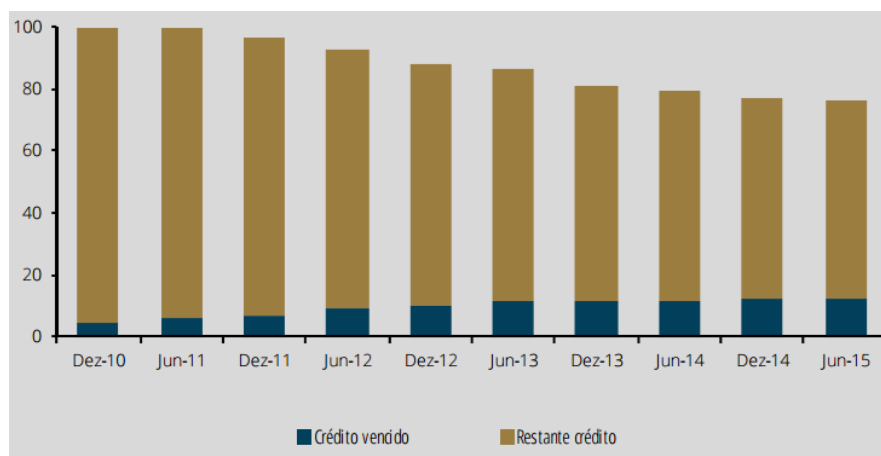
6. Breve contextualização da evolução dos fundos comunitários: QREN e Portugal 2020

6.1. Evolução do crédito concedido às empresas portuguesas

Se o financiamento é um fator de relevância na criação e na manutenção das empresas, as suas condições podem ser consideradas como fatores de dinamização da atividade económica. No entanto, e como acontece em qualquer mercado, uma transação no mercado financeiro envolve interesses opostos: se, por um lado, as empresas procuram financiamentos ao menor custo, por outro, as sociedades financeiras pretendem disponibilizar fundos tentando maximizar a sua taxa de retorno esperada. É neste âmbito que se torna relevante perceber a estrutura de financiamento das empresas portuguesas, bem como identificar alternativas ao sistema bancário tradicional que permitam ultrapassar a dificuldade no acesso ao mesmo.

Segundo os dados da Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal (Banco de Portugal, 2015), e tal como se pode observar no gráfico seguinte, a concessão de créditos pelas instituições de crédito (IC) residentes às empresas apresenta uma queda ao longo dos últimos anos.

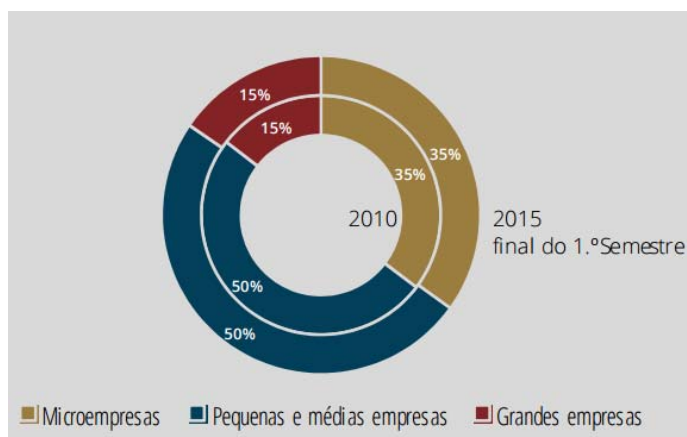
Gráfico 9: Evolução do financiamento obtido junto de IC residentes



Fonte: Banco de Portugal, 2015

De acordo com a referida fonte, relativamente à repartição do crédito concedido às diferentes categorias de empresas⁵⁵, no final do primeiro semestre de 2015, à semelhança do observado em 2010, metade do crédito correspondia a PME, estando 35% associado às microempresas e os restantes 15% às grandes empresas (*vide* gráfico) (Banco de Portugal, 2015).

Gráfico 10: Estrutura do financiamento obtido junto de IC residentes (2010 e final do primeiro semestre de 2015)

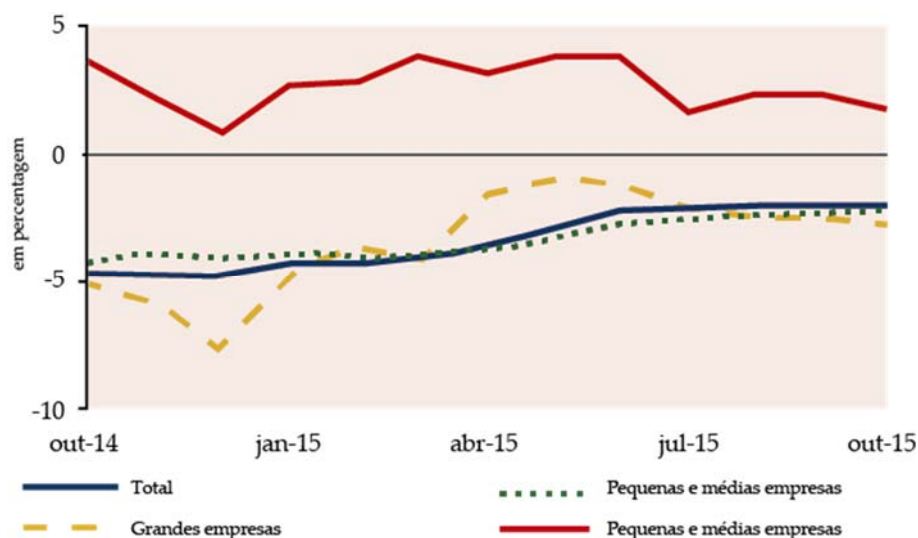


Fonte: Banco de Portugal, 2015

Nos últimos anos, e em particular desde 2010, o endividamento das empresas não financeiras portuguesas diminuiu de forma assinalável. O gráfico seguinte traduz, em percentagem, a evolução da dívida financeira das sociedades não financeiras, com referência ao período compreendido entre outubro de 2014 e outubro de 2015. Como se pode verificar, o decréscimo da dívida financeira das sociedades não financeiras tem sido bastante elevado nos últimos anos. De facto, no final de junho de 2015, o endividamento das sociedades não financeiras, representava apenas 77% do valor observado no final de 2010 (Banco de Portugal, 2015).

⁵⁵ Categorias de empresas por classes de dimensão, segundo a Recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE de 6 de maio de 2003.

Gráfico 11: Empréstimos concedidos a sociedades não financeiras – tva



Fonte: Banco de Portugal, 2015. Boletim Estatístico: Statistical Bulletin 12|2015.

Em síntese, e da análise aos valores constantes no gráfico, observa-se uma redução contínua do crédito obtido junto do setor financeiro residente, sob a forma de empréstimo bancário, no entanto, a um ritmo progressivamente menor. Tal resultou de dois fatores essenciais, a saber: (i) processo de desalavancagem do setor financeiro nacional, exigência efetuada pelos parceiros internacionais (BCE, FMI e Comissão Europeia) no âmbito do processo de ajustamento financeiro português; e (ii) aumento da exigência imposta por Basileia III ao nível dos ativos ponderados pelo risco para efeitos de cálculo dos rácios de solvabilidade das instituições financeiras (Banco de Portugal, 2015).

6.2. O QREN em números

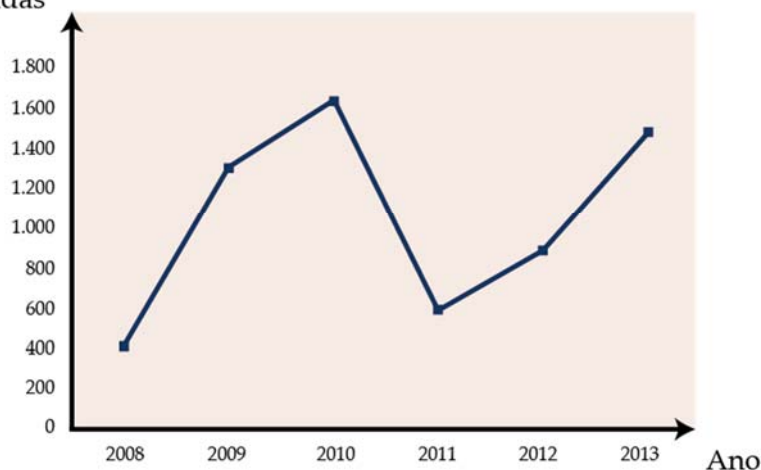
Contrariamente ao financiamento bancário, os recursos do QREN em prol do desenvolvimento do país, no quadro dos objetivos e prioridades, têm-se destacado progressivamente na economia nacional. O número de candidaturas aprovadas⁵⁶ no âmbito dos sistemas de incentivos diretos às

⁵⁶ Aprovação: “compromisso jurídico e financeiro através do qual um promotor adquire o direito à atribuição de financiamento comunitário (e, nalguns casos, nacional) no âmbito de um programa operacional, tendo em vista a realização de uma operação em concreto. O ato de aprovação das candidaturas a financiamento pelo PO compete à

empresas, do programa operacional (PO) “Fatores de Competitividade”, sofreu um decréscimo acentuado de 2010 para 2011 (QREN, lista de operações aprovadas). No entanto, desde esse mesmo ano, tem vindo a crescer abruptamente, tal como se observa no gráfico seguinte.

Gráfico 12: Candidaturas aprovadas no PO Fatores de Competitividade

N.º de candidaturas aprovadas



De acordo com o Relatório Anual do QREN V (2012), o ano de 2012 constituiu um exemplo da relevância do QREN na economia nacional, apresentando a maior percentagem de execução⁵⁷ de fundos da Política de Coesão em Portugal. Tal impactou, de forma bastante positiva, na evolução do PIB, e contribuiu para o incremento no saldo das finanças públicas.

Segundo a mesma fonte, até ao final de 2012, foram lançados 2.164 avisos de abertura de candidaturas pelo conjunto dos POs do QREN, representando um acréscimo de 286 avisos face ao final de 2011. Este facto evidencia “o esforço realizado para colocar os apoios do QREN à disposição dos potenciais beneficiários”, tendo-se traduzido na disponibilização de 117% da dotação total de fundo comunitário dos PO, ou seja, 15.500 milhões de euros de fundos (Comissão Técnica de Coordenação do QREN, 2012).

autoridade de gestão ou, nalguns casos específicos, à Comissão Ministerial de Coordenação”. (QREN. <http://www.qren.pt/np4/glossario>).

⁵⁷ Taxa de execução: valor da despesa validada do fundo comunitário / valor do fundo comunitário programado.

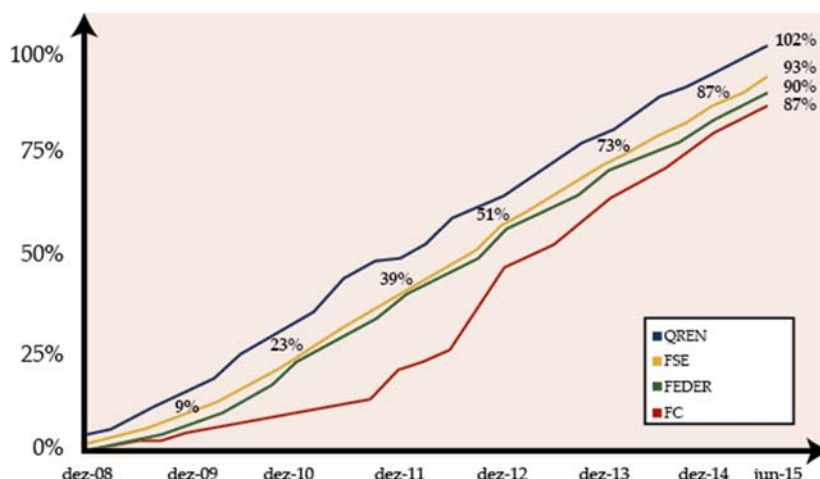
Mais especificamente, no PO Fatores de Competitividade, ou seja, ao nível dos apoios diretos às empresas, o mesmo relatório evidencia um acréscimo, em 2012, no número de empresas apoiadas face a 2011: *“até final de 2012, foram apoiadas 8.154 empresas no âmbito dos Sistemas de Incentivos (SI), para a realização de investimentos no valor total de 8.200 milhões de euros, o que representa um acréscimo de 832 empresas apoiadas face a 2011”* (Comissão Técnica de Coordenação do QREN, 2012, p. 57).

Ainda com base na referida fonte, 94% das empresas apoiadas corresponde a PME, refletindo a prioridade objetivada ao apoio desta categoria de empresas (Comissão Técnica de Coordenação do QREN, 2012).

De facto, o objetivo indicativo previsto (e atingido) apontava para que pelo menos 60% dos incentivos concedidos às empresas fossem concentrados em PME (excluindo os incentivos à I&DT e incluindo os instrumentos de financiamento e partilha de risco da inovação) (Comissão Técnica de Coordenação do QREN, 2012).

Tal como se pode observar no gráfico seguinte, no final de junho de 2015, a taxa de execução dos fundos comunitários do QREN tende a aumentar, evidenciando já um valor médio de 93%, afetado pela execução de 90% dos incentivos do Fundo europeu de desenvolvimento regional (FEDER), 87% dos apoios Fundo de Coesão, e 102% dos fundos do Fundo social europeu (FSE) (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

Gráfico 13: Evolução da trimestral da taxa de execução por Fundos ⁵⁸



Fonte: Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015

Nota: “O período de programação do QREN 2007-2013 cuja execução termina no final de 2015, e o Portugal 2020, que vigora entre 2014 e 2020 sobrepõe-se nos anos de 2014 e 2015, correspondendo estes anos à fase de encerramento do QREN, em termos de execução dos investimentos aprovados, e de lançamento dos primeiros concursos e aprovações do Portugal 2020” (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015, p. 3).

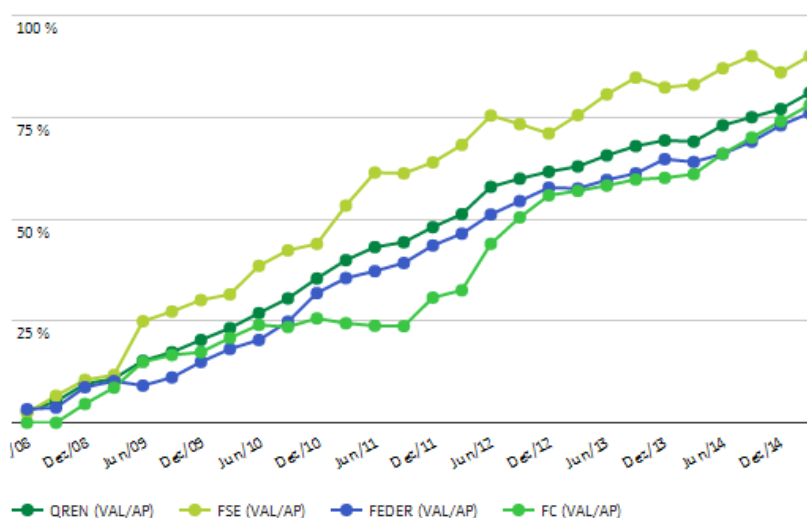
Na Agenda Fatores de Competitividade, a área com maior concentração da execução é a da inovação e renovação do modelo empresarial, designadamente dos apoios ao investimento empresarial (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

Analogamente, como evidenciado no gráfico abaixo, a taxa de realização dos fundos comunitários tende igualmente a aumentar, tendo atingido 81% da dotação total dos fundos comunitários aprovados (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

⁵⁸ Os diversos investimentos podem operacionalizar-se num conjunto de projetos apoiados pelo QREN, desde:

- os sistemas de qualificação e educação - apoiados pelo FSE;
- os apoios diretos às empresas - apoiados pelo FEDER;
- a valorização territorial como as acessibilidades e mobilidade - apoiadas pelo FEDER e pelo Fundo de Coesão; e
- a proteção e valorização do Ambiente - apoiadas pelo Fundo de Coesão (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

Gráfico 14: Evolução trimestral da taxa de realização por fundos⁵⁹



Fonte: QREN. <http://www.qren.pt/np4/3337.html>

No que respeita aos incentivos da Agenda Fatores de Competitividade, até junho de 2015, foram apoiadas 13.105 empresas (das quais 47% já concluíram o projeto de investimento), variando o investimento médio por empresa no âmbito dos sistemas de incentivos, entre 423.000 euros e 1.447 milhões de euros (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

Em conclusão, durante o período de vigência do QREN, foram submetidas mais de 137.000 candidaturas, das quais 62.680 foram aprovadas. Este processo teve por base um investimento total de 39.000 milhões de euros e uma participação de fundos comunitários de 24.000 milhões de euros (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

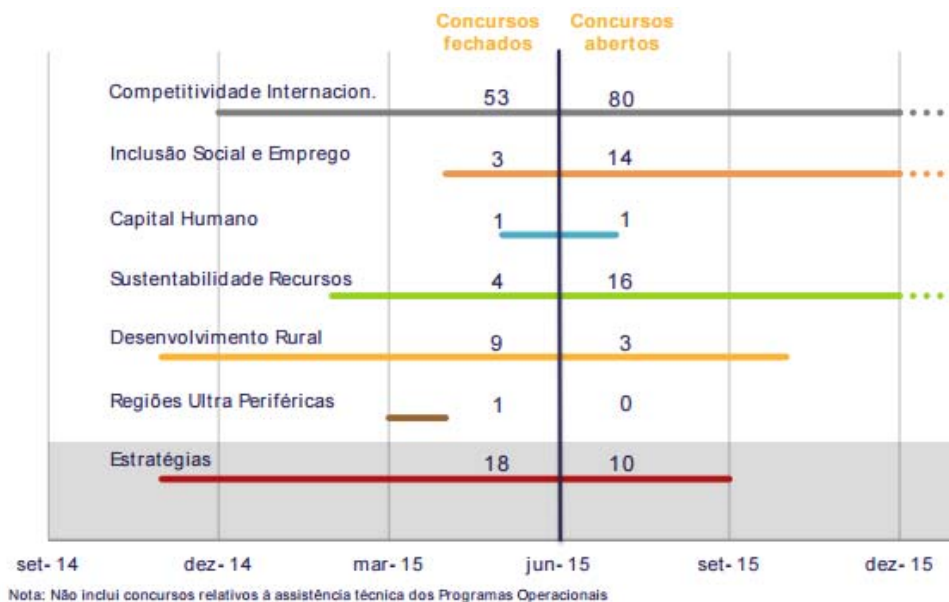
6.3. O Portugal 2020

De acordo com a Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P. (2015), os dados estatísticos disponibilizados até ao momento, mostram que, desde setembro de 2014 (data em que começaram a ser lançados os primeiros concursos, relativos às estratégias integradas de desenvolvimento territorial,

⁵⁹ Taxa de realização: valor da despesa validada do fundo comunitário / valor aprovado do fundo comunitário em operações.

às estratégias de desenvolvimento local de base comunitária e ao investimento agrícola), foram abertos, no domínio da competitividade e internacionalização, 133 concursos, denotando a prioridade atribuída a este domínio Portugal 2020 (tal como evidencia o gráfico seguinte).

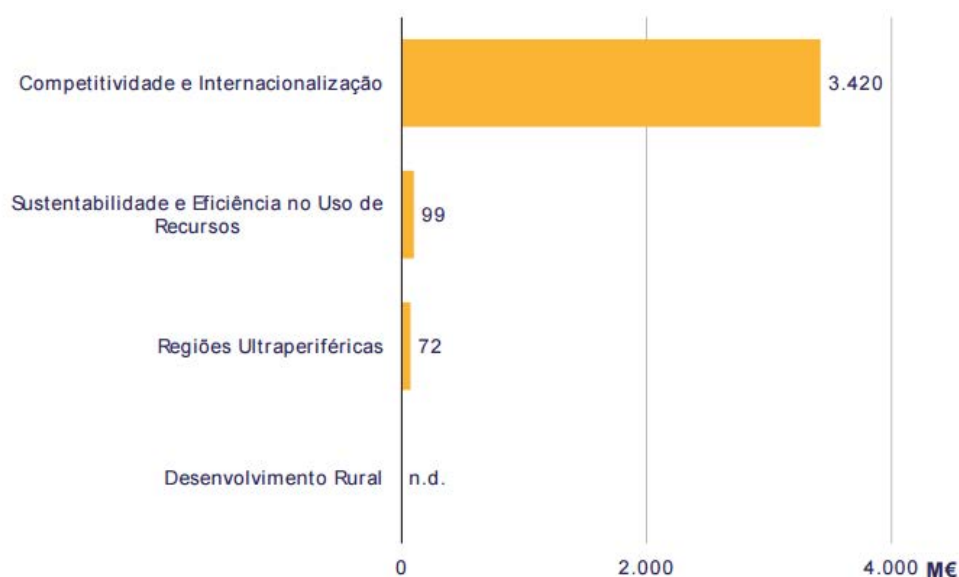
Gráfico 15: Portugal 2020: Cronograma de concursos por domínio temático



Fonte: Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015

O gráfico subsequente apresenta o número de candidaturas apresentadas ao programa no âmbito de cada domínio temático do Portugal 2020, com referência a julho de 2015 (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015).

Gráfico 16: Portugal 2020: Investimento total submetido a concurso



Fonte: Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015

Tal como evidenciado no gráfico supra, existe uma clara distinção entre o número de candidaturas apresentadas no âmbito dos sistemas de incentivos do domínio “Competitividade e Internacionalização”, vocacionado para os sistemas de incentivos às empresas, e o número de candidaturas no âmbito dos restantes domínios temáticos. Tendo sido apresentadas mais de 5.700 candidaturas, 5.659 correspondem a este domínio predominante, traduzindo-se numa “forte procura de apoios por parte das empresas logo na fase de arranque do Portugal 2020” (Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P., 2015, p. 5).

Da análise efetuada anteriormente, verifica-se um comportamento inverso entre a concessão de empréstimos bancários e a aprovação de empréstimos governamentais do QREN e do atual Portugal 2020. Assim, verificamos que o Portugal 2020 (e anteriormente o QREN) tem constituído uma importante fonte de financiamento, principalmente às PME.

De facto, segundo Matias (2009), as PME têm dificuldades em conseguir obter os capitais externos necessários à satisfação das suas necessidades financeiras. Para o autor, algumas das causas apontadas centram-se nos modelos organizacionais incipientes, nas equipas de gestão reduzidas e

pouco qualificadas, na atenção diminuta à qualidade, nos ativos pouco diversificados, nas estruturas financeiras débeis, na reduzida transparência dos documentos contabilísticos e, conseqüentemente, na fraca capacidade negocial perante a banca e poucas alternativas para contornar o obstáculo de acesso a financiamento externo.

Assim, relativamente às estruturas débeis que caracterizam as PME, Guerra (2000)⁶⁰ refere o que considera ser as fragilidades estruturais das PME, sendo que as distinguiu em fragilidades endógenas e restrições exógenas. Para o autor, as primeiras traduzem-se em fraquezas resultantes do ambiente interno das empresas, nomeadamente, as estruturas financeiras débeis (diminuta dotação em capitais próprios e excesso de passivo a curto prazo) e a reduzida transparência informativa a nível contabilístico (que origina relações de desconfiança com os bancos e conseqüentemente aumenta a dificuldade em obter melhores condições de crédito). Por outro lado, as restrições exógenas variam numa relação direta com as fragilidades endógenas e traduzem-se na falta de fontes de financiamento disponíveis para as PME. Pelo facto de existir disponibilidade reduzida de fundos (resultante principalmente da desconfiança das PME em relação à abertura do capital a novos acionistas e na recusa de informação às sociedades de capital de risco), os meios de financiamento das PME acabam por se limitar aos disponibilizados pelo sistema bancário, com condições menos vantajosas (Matias, 2006).

De acordo com Matias (2009), a relutância dos bancos em financiar as empresas recém-criadas, e em particular as PME, através dos seus meios de financiamento clássicos, justifica-se pela ausência de experiência e histórico de relacionamento bancário, entre outras justificações. Assim, as empresas recém-criadas ficam com recurso a capital limitado às fontes de capital

⁶⁰ Guerra (2000) citado por Matias (2006).

informais (sócios, amigos e familiares), bem como aos *business angels* (designação mencionada anteriormente).

Pelo exposto, de acordo com a generalidade das conclusões extraídas dos inquéritos e observatórios de PME realizadas um pouco por todo o mundo, as dificuldades no acesso ao financiamento surgem como uma das principais restrições ao crescimento de uma PME (Matias, 2009).

Segundo o relatório elaborado pelo Observatório das PME Europeias (2002), as empresas que se encontram numa fase inicial da sua atividade são as que sentem maiores dificuldades no acesso ao financiamento, enquanto as empresas em fase de maturidade apresentam menores dificuldades. Esta situação ocorre devido a estas não necessitarem de recorrer com a mesma frequência a novos financiamentos e, mais ainda, porque deverão assumir estruturas financeiras mais equilibradas ou consolidadas que permitem melhorar o risco de crédito e, por essa via, reduzir o constrangimento no acesso ao endividamento bancário.

Desta forma, recordando a questão central desta dissertação - *qual o contributo do Portugal 2020 para uma melhoria das condições de financiamento das empresas portuguesas?* – o próximo capítulo incidirá sobre o estudo clínico de dois casos reais. O objetivo será avaliar o impacto do financiamento do Portugal 2020 na taxa de retorno exigida pelos promotores, bem como, analisar a importância e indispensabilidade, para as empresas, deste instrumento de financiamento.

7. O Estudo Clínico

7.1. Avaliação dos investimentos

A decisão de investir ou desinvestir assume um papel essencial no processo de decisão estratégica das empresas. De facto, a avaliação financeira e não financeira (comercial, produção, aprovisionamento, recursos humanos, empreendedorismos) dos projetos de investimento é um processo multidisciplinar que pode potenciar a criação de valor a qualquer organização em continuidade (Ross et. al, 2003).

O presente estudo incidiu sobre a avaliação financeira de dois projetos de investimento, na tentativa de validar a Hipótese II colocada; *i.e.*, estudar se o apoio obtido através do Portugal 2020 permite aumentar o valor criado por um determinado projeto de investimento.

São diversos os critérios de avaliação financeira de investimentos, como por exemplo o Valor Atualizado Líquido (VAL); a Taxa Interna de Rendibilidade (TIR). O critério do VAL baseia-se na atualização dos *cash flows* estimados do projeto, a uma taxa de atualização denominada taxa/fator de desconto dos *cash flows* e que representa um custo de oportunidade do capital. De facto, segundo Ross et al. (2003), o VAL é definido como “*the difference between an investment’s market value and its cost*”. Assim, o projeto será rentável e deverá avançar no caso de o seu VAL exceder o custo do investimento; já quando o inverso acontece (ou seja, o VAL é inferior ao custo do projeto), a empresa deverá optar por não investir.

Adicionalmente, a análise de investimentos exige que a decisão via medida absoluta (VAL) seja complementada com uma medida relativa (TIR); *i.e.*, que se proceda comparação entre o custo do capital e a TIR do projeto. A TIR corresponde à taxa de desconto que torna nulo o VAL do projeto, representando a taxa máxima a que o investidor pode remunerar os capitais

investidos. Assim, um projeto é viável e deve ser executado sempre que a TIR for superior ao custo do capital.

Complementarmente, e uma vez que alcançar os valores do VAL ou da TIR implica a aplicação de determinado modelo financeiro, segundo Brealey, Myers e Allen (2011), a avaliação financeira é resultante de um “caminho” bem delineado, sendo, para isso, necessário percorrer um conjunto de três fases implícitas até à tomada de decisão (considerando esta a quarta e última fase do processo). Assim, esta avaliação consiste na determinação: (i) dos fluxos financeiros futuros subjacentes à empresa (tanto em termos de valor, como da sua distribuição no tempo); (ii) de uma taxa de desconto para atualização dos respetivos *cash flows*; e (iii) dos diversos indicadores de avaliação (resultados).

Assim, no presente estudo recorreu-se a um modelo *discounted cash flows* (DCF). De acordo com Brealey, Myers e Allen (2011), estes modelos sugerem que o valor de um ativo financeiro ou de um ativo real corresponde ao valor descontado dos *cash flows* de remuneração que esse ativo proporciona. Ora, estando perante a avaliação de investimentos em ativos reais, a utilização deste método pressupõe a determinação dos *cash flows* futuros do investimento; e o cálculo da taxa de custo de oportunidade dos capitais envolvidos nos projetos de investimento, ajustada ao respetivo risco, determinando-se o valor criado pelo investimento.

Relativamente à determinação dos *cash flows* futuros do investimento, destacam-se essencialmente dois métodos: o *Capital Cash Flow* (CCF) e o *Free Cash Flow* (FCF).

De acordo com Brealey, Myers e Allen (2011), o método dos *free cash flow* representa “*the amount of cash that a firm can pay out to investors after paying for all investments necessary for growth*”.

Segundo Ruback (1995), o *Capital Cash Flow* é um método semelhante ao anterior, diferindo apenas no tratamento do efeito dos benefícios fiscais. De facto, o valor dos CFAs pode ser obtido através dos FCFs, somando o valor dos benefícios fiscais.

Apesar de um tratamento diferente, ambos os métodos permitem determinar o valor de toda a empresa e não apenas da dívida ou do capital próprio (Ruback, 1995).

No presente estudo foi utilizado o método dos *Free Cash Flow*. Este método é particularmente recomendável para projetos ou empresas com estruturas de capital alvo relativamente pouco agressivas em termos de endividamento.

Assim, a utilização do cálculo do FCF para avaliação dos projetos de investimento em análise será a que melhor se adequa, uma vez que reflete o *cash flow* gerado pela(s) empresa(s) e disponível para remunerar tanto os credores financeiros como os acionistas.

Como taxa de atualização para a avaliação de projetos de investimento foi utilizado o custo do capital, designadamente, o custo médio ponderado do capital (WACC, sigla correspondente à expressão anglo-saxónica "*Weighted Average Cost of Capital*"). Este é o método recomendado pela teoria financeira e a generalidade dos autores, designadamente, Damodaran (2001), Shapiro (2005), Ross et al. (2003), Brigham et al. (1999), e o mais utilizado pelas empresas no seu processo de decisão de investimento. De facto, os estudos efetuados mostraram que existe uma sintonia entre as recomendações teóricas e a prática adotada pelas empresas (Al-Ali e Arkwright, 2000; Gitman, 1982; Gitman & Vandenberg, 2000).

O cálculo do custo do capital pode, neste sentido, influenciar a decisão de aceitar ou rejeitar projetos de investimento e, conseqüentemente, na criação de riqueza para os acionistas.

Para o cálculo do custo do capital próprio, foi utilizado o método *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Nos Estados Unidos da América (EUA), de acordo com estudos efetuados, a percentagem de empresas que utiliza o CAPM varia entre 65% (Gitman & Vandenberg, 2000) e 85% ((Bruner, Eades, Harris, & Higgins, 1998). De acordo com (Truong, Patington, & Peat, 2008), na Austrália esta percentagem varia em 72%.

O custo da dívida corresponde ao *spread* (taxa de juro) associado(s) ao(s) instrumento(s) de financiamento contratados e a contratar pela(s) empresa(s).

7.2. O caso BeeCork

*“A BeeCork produz colmeias utilizando a cortiça e materiais poliméricos como matéria prima. A cortiça foi escolhida como matéria prima principal, por ser um recurso natural com várias características relevantes à atividade apícola. Trata-se de um produto não tóxico e renovável, com excelentes propriedades ambientais, elevada durabilidade, leveza e com excelentes propriedades térmicas, característica fundamental para o bem-estar das colónias de *Ápis melífera*.”* (BeeCork. <http://www.beecork.pt/empresa.php>).

A BeeCork, Lda. (doravante designada por “BeeCork” ou “Empresa”) nasceu a 9 de julho de 2014, no distrito de Aveiro, concelho e freguesia de Ílhavo. A Empresa reveste a forma de sociedade por quotas, com um capital social de 15.000 euros.

A BeeCork dedica-se à fabricação de colmeias e acessórios para apicultura em material compósito de cortiça, bem como ao comércio de máquinas e equipamentos para a apicultura, apresentando três CAEs⁶¹ distintos: (i) um CAE principal – 16295 – correspondente à “fabricação de outros produtos de cortiça”, e (ii) dois CAEs secundários, designadamente: 22292 - “fabricação de

⁶¹ Classificação das Atividades Económicas Portuguesas por ramos de atividade (CAE).

outros artigos de plástico, n.e.” -, e 46610 – “*Comércio por grosso de máquinas e equipamentos, agrícolas*” (BeeCork. <http://www.beecork.pt/empresa.php>).

A Empresa pretende investir num projeto de Inovação Produtiva e Empreendedorismo, com uma forte componente em investigação e desenvolvimento tecnológico (I&DT) com características totalmente inovadoras e disruptivas (e inexistente quanto ao estado da arte atual)⁶², mediante recurso a matérias-primas nacionais (contribuindo para o crescimento da economia nacional).

Com o referido projeto, a BeeCork produzirá e comercializará produtos essenciais à produção de mel - colmeia, e que por isso se aplicam ou vendem ao mercado total de apicultores de cada país.

Assim, pretende-se que este projeto de investimento permita alavancar o negócio dos apicultores, aumentando a sua rentabilidade, melhorando os seus níveis de produção, tendo subjacente a redução de custos e o aumento do retorno do investimento.

Este projeto é sustentado pelos objetivos estratégicos definidos previamente pela BeeCork. Neste sentido, tendo como objetivo alcançar, de imediato, o mercado mundial⁶³, a BeeCork depara-se com a necessidade de investimento na ativação dos fatores produtivos materiais e imateriais, e competitivos.

Com o referido projeto, a BeeCork irá internalizar tecnologia⁶⁴, recursos humanos⁶⁵, modelos de produção, e práticas de qualidade. Não obstante,

⁶² Posicionar-se no mercado internacional como centro de I&DT e produção *world class*, no que respeita à produção de colmeias, criando confiança e credibilidade junto do setor apícola bem como forte reconhecimento do seu potencial de inovação, constitui a base da decisão de investimento em I&DT.

⁶³ O alcance de uma intensidade de exportações de 67,57% no pós-projeto e a entrada em 11 novos mercados e com um potencial de crescimento muito forte - Espanha, França, Inglaterra, Alemanha, Suíça, Turquia, EUA, México, Argentina, Brasil, Itália, bem como, o aumento da sua visibilidade através de uma nova marca de fabricante/produtor, associada ao seu produto inovador a nível mundial, constituem objetivos estratégico específicos da Empresa que sustentaram a sua decisão de investimento.

⁶⁴ Através do equipamento de produção.

como forma de sedimentar a sua estratégia de produto e materializar a sua entrada no mercado mundial, aproveitando o “monopólio” de detenção de uma solução única a nível mundial, a Empresa pretende investir noutros fatores competitivos, designadamente, em *marketing* sofisticado, promoção, e prospeção internacional.

7.2.1. O Investimento

O valor do investimento inerente ao referido projeto soma um total de 648.710,44 euros, correspondente a (i) investimento de domínio construtivo - a Empresa pretende criar um novo estabelecimento para albergar os seus processos produtivos, sendo, para isso, necessário o investimento em obras para a construção de uma nave industrial; (ii) investimento de domínio produtivo – equipamento produtivo; equipamento de suporte equipamentos informáticos de apoio à produção; e *software específico* e estudos; (iii) investimento no domínio de *marketing* sofisticado; e (iv) investimento em organização e gestão financeira.

O plano de investimento da BeeCork terá uma duração de 24 meses, com início em outubro de 2015 e fim em setembro 2017. O racional de escalonamento temporal do plano de investimento do presente projeto justifica-se uma vez que se trata de uma empresa criada recentemente, em fase de arranque e operacionalização produtiva, aliado ao facto de estarmos perante um investimento transversal a todas as áreas da Empresa, necessitando, assim, de um período extenso de implementação.

⁶⁵ Um dos objetivos específicos da BeeCork é aumentar o capital humano da empresa, potenciando a capacidade de I&D e inovação, da entrada de 6 novos colaboradores.

7.2.2. Impacto do Contrato de Financiamento no Valor da BeeCork

7.2.2.1. Pressupostos utilizados

O modelo de avaliação desenvolvido tem como base projeções desenvolvidas e disponibilizadas pela BeeCork. Apresentam-se, de seguida, as principais variáveis deste modelo.

- *Prazo Considerado*

Efetuarão-se projeções económico-financeiras para o período compreendido entre 2014 e 2021; ou seja, foi considerado um prazo de planeamento correspondente a 8 anos. Para esta avaliação estimou-se ainda o valor residual do projeto de investimento com base no ano de 2021, considerando-se, para o efeito, uma taxa de crescimento perpétua de 2% (taxa g no modelo).

- *Previsões de Rendimentos Operacionais*

Tabela 1: Rendimentos Operacionais da BeeCork

	Valores em euros							
Rendimentos Operacionais	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Vendas e serviços prestados	0,00	0,00	60 000,00	333 000,00	416 250,00	457 875,00	469 322,00	481 055,00
Varição nos inventários da produção	0,00	0,00	5 000,00	22 750,00	6 938,00	3 469,00	954,00	978,00
Total	0,00	0,00	65 000,00	355 750,00	423 188,00	461 344,00	470 276,00	482 033,00

Como se observa na tabela anterior, estas receitas repartem-se em: vendas e serviços prestados, e variação dos inventários da produção, assumindo, as restantes rubricas valor igual a zero.

- *Previsões de Gastos Operacionais*

Tabela 2: Gastos Operacionais da BeeCork

Gastos Operacionais	Valores em euros							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	0,00	0,00	19 800,00	109 890,00	137 363,00	151 099,00	154 876,00	158 748,00
Fornecimentos e serviços externos	7 431,00	13 000,00	34 529,00	103 256,00	75 017,00	81 987,00	84 037,00	86 138,00
Gastos com o pessoal	0,00	0,00	36 971,00	78 166,00	80 120,00	82 123,00	84 176,00	86 281,00
Outros gastos e perdas	12,00	13,00	13,00	13,00	14,00	14,00	14,00	15,00
Total	7 443,00	13 013,00	91 313,00	291 325,00	292 514,00	315 223,00	323 103,00	331 182,00

À semelhança dos rendimentos operacionais, também os gastos operacionais são repartidos em diferentes rubricas, tal como apresentado acima, a saber: custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas, fornecimentos e serviços externos, gastos com pessoal, e outros gastos e perdas, assumindo as restantes, um valor nulo.

- Taxa de Atualização (WACC)

O custo médio ponderado de capital foi determinado com base na seguinte fórmula:

$$WACC = W_d \times r_d \times (1-t) + W_e \times r_e$$

Sendo:

W_d , o peso relativo (%) do valor de mercado da dívida no valor de mercado da Empresa;

W_e , o peso relativo (%) do valor de mercado dos capitais próprios no valor de mercado da Empresa;

r_d , o custo da dívida ou retorno exigido pelos credores financeiros;

r_e , o custo do capital próprio ou retorno exigido pelos acionistas; e

t , a taxa de imposto.

Decorrente da fórmula matemática anteriormente exposta, para o cálculo do respetivo custo do capital próprio, e em conformidade com o capítulo

anterior, foi utilizado o método *Capital Asset Pricing Model*. Assim, o custo do capital próprio (r_e), foi calculado através da seguinte expressão:

$$r_e = r_f + (r_m - r_f) \beta$$

Sendo:

r_f , a taxa de retorno do ativo sem risco;

$r_m - r_f$, o prémio de risco do mercado; e

β , coeficiente beta ou do risco sistemático.

O valor de β foi obtido na base de dados disponibilizada pelo Professor Aswath Damodaran⁶⁶, o qual apresenta um beta não alavancado da indústria agrícola⁶⁷ de 0,36. Para o r_f foi considerado o *yield* das obrigações da República da Alemanha a 30 anos, que, a 7 de fevereiro de 2016, era de 1,05%.

Finalmente, para o valor do prémio de risco ($r_m - r_f$), recorreu-se novamente à base de dados disponibilizada pelo Professor Aswath Damodaran, que define o prémio de risco de mercado subjacente a cada país, sendo este de 8,77% relativamente a Portugal (valor obtido a 29 de janeiro de 2016, assumindo um multiplicador de *spread* padrão igual a 1,00).

No que respeita ao custo da dívida, foram considerados dois cenários: (i) a candidatura submetida no âmbito do Portugal 2020 é aprovada, sendo o custo do financiamento nulo, uma vez que, de acordo com a alínea a), do n.º 2, do artigo n.º 30, da Portaria n.º 57-A/2015 de 27 de fevereiro de 2015, “*pela utilização do incentivo reembolsável, não são cobrados ou devidos juros ou quaisquer outros encargos*”; (ii) a candidatura submetida não é aprovada, sendo necessário o recurso a uma alternativa de financiamento, assumindo-se neste

⁶⁶ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁶⁷ Setor de atividade designado por “*Farming/Agriculture*”, com um total de 44 empresas integrantes deste setor.

caso, como custo da dívida, um *spread* suportado (ou a suportar) pela Empresa sobre a taxa Euribor a 6 meses: 3,875%.

- *Valor Residual*

O cálculo do valor residual da BeeCork, com referência ao exercício económico de 2021, tem subjacente a ótica da continuidade; por outras palavras, os *Free Cash Flows* crescem de forma perpétua, à taxa anual de 2%, a partir do exercício de 2021. A escolha da taxa de crescimento perpétua tem subjacente o pressuposto de que, a partir do ano 2022 (inclusive), os FCF crescerão a uma taxa real nula, na medida em que o Banco Central Europeu define uma taxa de inflação *target* de 2%, a médio prazo, para a zona Euro.

Apresentadas as variáveis do modelo desenvolvido, com o objetivo de dar resposta à Hipótese II – *O Portugal 2020 incentiva o investimento em projetos que, de outra forma, não seriam implementados pois não seriam suficientemente rentáveis para que os beneficiários os realizassem; i.e., aumenta significativamente o valor criado para os seus promotores* -, no subcapítulo seguinte determina-se a alteração do valor da BeeCork nos dois cenários anteriormente descritos.

Neste sentido, procedeu-se à determinação do valor da BeeCork num cenário onde o custo da dívida é nulo, dada a aprovação da candidatura ao Portugal 2020, e posteriormente, num cenário onde o custo da dívida assume o valor do *spread* da taxa de juro suportada pela Empresa.

7.2.2.2. O valor da BeeCork com base na Estrutura de Capitais Alvo

Neste subcapítulo são apresentados os mapas históricos e previsionais da BeeCork para o período compreendido entre 2014 e 2021. O período de exploração previsional decorre entre os anos de 2015 e 2021, sendo os anos de 2016 e 2017 os de concretização do investimento e 2019 o ano cruzeiro.

- Balanço Histórico e Previsional

Tabela 3: Balanço histórico e previsional da BeeCork

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo								
Ativo não corrente	1 006,00	755,00	493 998,00	476 667,00	421 483,00	366 552,00	311 620,00	256 688,00
Ativos fixos tangíveis	1 006,00	755,00	484 831,00	437 622,00	390 413,00	343 456,00	296 499,00	249 542,00
Propriedades de investimento	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ativos intangíveis	0,00	0,00	9 167,00	39 045,00	31 070,00	23 096,00	15 121,00	7 146,00
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participações financeiras - outros métodos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Acionistas/sócios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ativos por impostos diferidos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investimentos financeiros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ativo corrente	7 128,00	6 776,00	9 142,00	143 606,00	236 202,00	313 147,00	357 859,00	417 712,00
Inventários	0,00	0,00	8 255,00	45 814,00	57 268,00	62 994,00	64 569,00	66 183,00
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Clientes	0,00	0,00	14 795,00	82 110,00	102 637,00	112 901,00	115 723,00	118 616,00
Adiantamentos a fornecedores	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado e outros entes públicos	776,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Acionistas/sócios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outras contas a receber	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Diferimentos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ativos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ativos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros ativos correntes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Caixa e depósitos bancários	6 352,00	6 776,00	-13 908,00	15 682,00	76 297,00	137 252,00	177 567,00	232 913,00
Total do Ativo	8 134,00	7 531,00	503 140,00	620 273,00	657 685,00	679 699,00	669 479,00	674 400,00
Capital Próprio e Passivo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Capital realizado	15 000,00	15 000,00	123 000,00	123 000,00	123 000,00	123 000,00	123 000,00	123 000,00
Ações (quotas) próprias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros instrumentos de capital próprio	0,00	12 500,00	12 500,00	12 500,00	12 500,00	12 500,00	12 500,00	12 500,00
Prémios de emissão	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Reservas legais	0,00	0,00	0,00	0,00	362,00	4 012,00	7 535,00	11 045,00
Outras reservas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultados transitados	0,00	-8 045,00	-21 310,00	-93 097,00	-86 217,00	-16 873,00	50 065,00	116 753,00
Ajustamentos em ativos financeiros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Excedentes de revalorização	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outras variações no capital próprio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado líquido do período	-8 045,00	-13 264,00	-71 788,00	7 243,00	72 993,00	70 462,00	70 198,00	73 031,00
Interesses minoritários	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendos antecipados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total do Capital Próprio	6 955,00	6 191,00	42 402,00	49 646,00	122 638,00	193 101,00	263 298,00	336 329,00
Passivo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passivo não corrente	829,00	0,00	448 357,00	496 861,00	427 871,00	358 882,00	289 892,00	220 903,00
Provisões	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Financiamentos obtidos	0,00	0,00	448 357,00	496 861,00	427 871,00	358 882,00	289 892,00	220 903,00
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passivos por impostos diferidos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outras contas a pagar	829,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passivo corrente	350,00	1 340,00	12 381,00	73 766,00	107 176,00	127 716,00	116 289,00	117 168,00
Fornecedores	0,00	1 603,00	7 099,00	28 104,00	26 740,00	29 015,00	29 532,00	30 270,00
Adiantamentos de clientes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado e outros entes públicos	350,00	-263,00	0,00	0,00	0,00	17 979,00	5 742,00	5 582,00
Acionistas/sócios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Financiamentos obtidos	0,00	0,00	0,00	34 495,00	68 990,00	68 990,00	68 990,00	68 990,00
Outras contas a pagar	0,00	0,00	5 282,00	11 167,00	11 446,00	11 732,00	12 025,00	12 326,00
Diferimentos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passivos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros passivos financeiros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Passivos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros passivos correntes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total do Passivo	1 179,00	1 340,00	460 738,00	570 627,00	535 047,00	486 598,00	406 181,00	338 071,00
Total do Capital Próprio e Passivo	8 134,00	7 531,00	503 140,00	620 273,00	657 685,00	679 699,00	669 479,00	674 400,00

Saliente-se que, o valor de “caixa e depósitos bancários” do ano 2016, será negativo dado que o montante de pagamentos excederá o de recebimentos. Trata-se de um descoberto autorizado pelo banco.

- *Demonstração de Resultados Histórica e Previsional*

Tabela 4: Demonstração de Resultados histórica e previsional da BeeCork

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Vendas e serviços prestados	0,00	0,00	60 000,00	333 000,00	416 250,00	457 875,00	469 322,00	481 055,00
Subsídios à exploração	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas a empreendimentos conjuntos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variação nos inventários da produção	0,00	0,00	5 000,00	22 750,00	6 938,00	3 469,00	954,00	978,00
Trabalhos para a própria entidade	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	0,00	0,00	19 800,00	109 890,00	137 363,00	151 099,00	154 876,00	158 748,00
Fornecimentos e serviços externos	7 431,00	13 000,00	34 529,00	103 256,00	75 017,00	81 987,00	84 037,00	86 138,00
Gastos com o pessoal	0,00	0,00	36 971,00	78 166,00	80 120,00	82 123,00	84 176,00	86 281,00
Imparidade de inventários (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisões (aumentos/reduções)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Imparidade de investimentos não depreciáveis/ amortizáveis (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outras imparidades (perdas/reversões) / Imparidades (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aumentos/reduções de justo valor	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros rendimentos e ganhos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendimentos suplementares	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros gastos e perdas	12,00	13,00	13,00	13,00	14,00	14,00	14,00	15,00
Impostos indiretos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros	12,00	13,00	13,00	13,00	14,00	14,00	14,00	15,00
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	-7 443,00	-13 013,00	-26 313,00	64 425,00	130 674,00	146 121,00	147 173,00	150 851,00
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	252,00	251,00	45 115,00	55 184,00	55 184,00	54 932,00	54 932,00	54 932,00
Imparidade de Investimentos depreciáveis/ amortizáveis (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	-7 695,00	-13 264,00	-71 428,00	9 241,00	75 490,00	91 189,00	92 241,00	95 919,00
Juros e rendimentos similares obtidos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Juros e gastos similares suportados	0,00	0,00	360,00	1 998,00	2 497,00	2 747,00	2 816,00	2 886,00
Resultado antes de impostos	-7 695,00	-13 264,00	-71 788,00	7 243,00	72 993,00	88 442,00	89 425,00	93 033,00
Imposto sobre o rendimento do período	350,00	0,00	0,00	0,00	0,00	17 980,00	19 227,00	20 002,00
Resultado líquido do período	-8 045,00	-13 264,00	-71 788,00	7 243,00	72 993,00	70 462,00	70 198,00	73 031,00
Resultado das atividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

As vendas previsionais resultam da capacidade instalada decorrente da realização do investimento e dos objetivos de vendas previamente definidos pela Empresa.

Esta estimativa foi realizada a preços correntes – procedimento igualmente adotado para a previsão dos custos.

O investimento em ativos fixos tangíveis representa cerca de 81% do investimento total, verificando-se uma repercussão no valor dos gastos com depreciações e amortizações para além do ano cruzeiro. Os ativos intangíveis representam aproximadamente 7% do valor do investimento.

Os fornecimentos e serviços externos, ações de prospeção e promoção, ascendem a 11%. Os custos variáveis estão diretamente relacionados com os custos das matérias-primas a utilizar e com as fichas técnicas dos produtos a fabricar. Por outro lado, os custos fixos serão diluídos por uma base substancialmente maior, pelos níveis de produtividade acrescidos, permitindo uma maior visibilidade das economias de escala induzidas pelos acréscimos das vendas.

Não obstante se terem adotado estimativas conservadoras, o volume de negócios da Empresa registará um valor de 457.875 euros no exercício de 2019.

- *Mapa de cash flows*

Tabela 5: Mapa de cash flows do Projeto da BeeCork

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	-7 695,00	-13 264,00	-71 428,00	9 241,00	75 490,00	91 189,00	92 241,00	95 919,00
Imposto sobre EBIT	0,00	0,00	0,00	1 940,61	15 852,90	19 149,69	19 370,61	20 142,99
EBIAT	-7 695,00	-13 264,00	-71 428,00	7 300,39	59 637,10	72 039,31	72 870,39	75 776,01
Amortizações, depreciações, imparidades e provisões	252,00	251,00	45 115,00	55 184,00	55 184,00	54 932,00	54 932,00	54 932,00
CAPEX	1 258,00	0,00	538 358,00	37 853,00	0,00	1,00	0,00	0,00
Variação de capital circulante	5 523,00	-350,00	-8 412,00	107 574,00	93 681,00	74 384,00	43 902,00	58 814,00
Free Cash Flow	-14 224,00	-12 663,00	-556 259,00	-82 942,61	21 140,10	52 586,31	83 900,39	71 894,01

7.2.2.3. Cálculo do WACC

7.2.2.3.1. Cenário 1: a candidatura ao Portugal 2020 é aprovada

Neste cenário, calculou-se o valor da WACC com base nos valores da estrutura de financiamento apresentada na candidatura ao SI Inovação:

“Empreendedorismo Qualificado e Criativo”. Assim, “os sócios da empresa vão realizar um total de 20% ao financiamento do projeto por capitais próprios”⁶⁸

Assim, neste cenário considera-se: (i) o peso relativo do valor de mercado da dívida no valor de mercado da Empresa (w_d), 80%; e (ii) o peso relativo do valor de mercado dos capitais próprios no valor de mercado da Empresa (w_e), 20%.

- Cálculo do Custo do Capital Próprio

Para o cálculo do custo do capital próprio foi necessário alavancar o β , ou seja, determinar o beta *leveraged* ajustado, correspondente ao beta *unleveraged*. Para isso, a partir do beta *unleveraged* (de 0,36) e de um *debt-to-equity ratio* (D/E) de 400%, obteve-se um beta *leveraged* (β_L) de 1,81.

Deste modo, obtém-se o custo do Capital Próprio, apresentado de seguida:

Tabela 6: Cálculo do CAPM da BeeCork no cenário 1

Custo do Capital Próprio (CAPM)	
Taxa de Retorno sem Risco (r_f)	1,05%
Prémio de risco Portugal ($r_m - r_f$)	8,77%
β <i>leverage</i> (β_L)	1,81
Custo do Capital Próprio	16,90%

- Cálculo do WACC

Dos elementos anteriormente descritos, e considerando a taxa de imposto de 21%⁶⁹, obteve-se um WACC de 3,38%.

A tabela seguinte resume os elementos já indicados anteriormente e necessários para a determinação do WACC.

⁶⁸ “Descrição das Fontes de Financiamento”, Formulário Portugal 2020, BeeCork, Lda.

⁶⁹ Taxa geral de IRC (Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas) em Portugal.

Tabela 7: Cálculo do WACC da BeeCork no cenário 1

Custo médio ponderado de Capital (WACC)	
W_d	80,00%
W_e	20,00%
$W_d \times r_d \times (1-t)$	0,00%
$W_e \times r_e$	3,38%
WACC	3,38%

- *Cálculo do Valor Residual*

O valor residual do projeto foi calculado com base no ano de 2021, considerando-se, para tal, uma taxa de crescimento perpétua de 2%, tal como já referido anteriormente.

Assim, com base num WACC de 3,38%, determinou-se um valor residual de 5.311.556,02 euros, como se observa abaixo.

Tabela 8: Cálculo do Valor Residual do projeto da BeeCork no cenário 1

Valores em euros

Resumo Resultados	
<i>Free Cash Flow</i> (2021)	71 894,01
Taxa de Actualização (WACC)	3,38%
g (taxa de crescimento)	2,00%
Valor Residual	5 311 556,02

- *Resultados*

Tendo determinadas as diversas variáveis do modelo, apresenta-se, seguidamente, o mapa de *cash flows* do projeto de investimento no cenário 1.

Tabela 9: Determinação do VAL do Projeto da BeeCork no cenário 1

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	-7 695,00	-13 264,00	-71 428,00	9 241,00	75 490,00	91 189,00	92 241,00	95 919,00
Imposto sobre EBIT	0,00	0,00	0,00	1 940,61	15 852,90	19 149,69	19 370,61	20 142,99
EBIAT	-7 695,00	-13 264,00	-71 428,00	7 300,39	59 637,10	72 039,31	72 870,39	75 776,01
Amortizações, depreciações, imparidades e provisões	252,00	251,00	45 115,00	55 184,00	55 184,00	54 932,00	54 932,00	54 932,00
CAPEX	1 258,00	0,00	538 358,00	37 853,00	0,00	1,00	0,00	0,00
Variação de capital circulante	5 523,00	-350,00	-8 412,00	107 574,00	93 681,00	74 384,00	43 902,00	58 814,00
Free Cash Flow (FCF)	-14 224,00	-12 663,00	-556 259,00	-82 942,61	21 140,10	52 586,31	83 900,39	5 383 450,03 ⁽¹⁾
Fator de desconto [WACC]	1,0000	0,9673	0,9357	0,9051	0,8755	0,8468	0,8192	0,7924
Valor Atual do FCF	-14 224,00	-12 248,91	-520 473,79	-75 068,96	18 507,62	44 532,52	68 727,32	4 265 667,94

⁽¹⁾ O FCF de 2021 inclui o valor residual do projeto de investimento, considerando que, a partir deste ano, o FCF cresce a uma taxa de crescimento perpétua de 2%

Finalmente, neste cenário, com base no valor atualizado dos *free cash flows*, à taxa de atualização correspondente ao WACC (3,38%), e numa perspetiva de continuidade, obteve-se um valor de mercado para a BeeCork de 3.775.419,73 euros, tal como apresentado na tabela seguinte.

Tabela 10: VAL do Projeto da BeeCork no cenário 1

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Free Cash Flow (FCF)	-14 224,00	-12 663,00	-556 259,00	-82 942,61	21 140,10	52 586,31	83 900,39	5 383 450,03 ⁽¹⁾
Fator de desconto [WACC]	1,0000	0,9673	0,9357	0,9051	0,8755	0,8468	0,8192	0,7924
Valor Atual do FCF	-14 224,00	-12 248,91	-520 473,79	-75 068,96	18 507,62	44 532,52	68 727,32	4 265 667,94
VAL do Projeto	3 775 419,73							
TIR do Projeto	53,83%							

⁽¹⁾ O FCF de 2021 inclui o valor residual do projeto de investimento, considerando que, a partir deste ano, o FCF cresce a uma taxa de crescimento perpétua de 2%

7.2.2.3.2. Cenário 2: a candidatura ao Portugal 2020 não é aprovada

Neste cenário, calculou-se o valor do WACC com base nos valores da estrutura de capitais alvo, e, portanto, nos valores disponibilizados pelo Professor Aswath Damodaran.

Stiglitz (1969) demonstrou que existe um limite para o nível de endividamento onde os ganhos resultantes dos benefícios fiscais igualam os custos de falência associados ao aumento da dívida. A este nível, o valor do capital alheio corresponde ao ponto ótimo da estrutura de capitais. No entanto, como esta estrutura não é sempre alcançável, uma vez que depende quer das condições dos mercados de financiamento, quer das linhas

estratégicas delineadas pelas administrações das empresas, é mais adequado considerar-se a estrutura de capitais alvo.

Neste âmbito, a estrutura de capitais alvo é dada pela estrutura de capitais média das empresas do setor de atividade onde a BeeCork se enquadra: 148,65% (*debt-to-equity ratio* apresentado pelo setor). Esta estrutura será a “base” para o cálculo do custo médio ponderado de capital da BeeCork, no cenário 2.

Assim, com base no *debt-to-equity ratio* do setor, determina-se: (i) o peso relativo do valor de mercado da dívida no valor de mercado da Empresa (w_d), 59,78%; e (ii) o peso relativo do valor de mercado dos capitais próprios no valor de mercado da Empresa (w_e), 40,22%.

- Cálculo do Custo do Capital Próprio

Para o cálculo do custo do capital próprio foi necessário alavancar o β , ou seja, determinar o beta *leveraged* ajustado, correspondente ao beta *unleveraged*. Para isso, a partir do beta *unleveraged* (de 0,36) e de um *debt-to-equity ratio* (D/E) de 148,65%, obteve-se um beta *leveraged* (β_L) de 0,79.

Deste modo, obtém-se o custo do Capital Próprio, apresentado de seguida:

Tabela 11: Cálculo do CAPM da BeeCork no cenário 2

Custo do Capital Próprio (CAPM)	
Taxa de Retorno sem Risco (r_f)	1,05%
Prémio de risco Portugal ($r_m - r_f$)	8,77%
β <i>leverage</i> (β_L)	0,79
Custo do Capital Próprio	7,94%

- Cálculo do WACC

Dos elementos anteriormente descritos, e considerando uma taxa de imposto de 21%, obteve-se um WACC de 5,02%.

A tabela seguinte resume os elementos já indicados anteriormente e necessários para a determinação do WACC.

Tabela 12: Cálculo do WACC da BeeCork no cenário 2

Custo médio ponderado de Capital (WACC)	
W_d	59,78%
W_e	40,22%
$W_d \times r_d \times (1-t)$	1,83%
$W_e \times r_e$	3,19%
WACC	5,02%

- *Cálculo do Valor Residual*

O valor residual do projeto foi calculado com base no ano de 2021, considerando-se, para tal, uma taxa de crescimento perpétua de 2%, tal como já referido anteriormente.

Por conseguinte, com base num WACC de 5,02%, determinou-se um valor residual de 2.424.239,68 euros, como se observa abaixo.

Tabela 13: Cálculo do Valor Residual do projeto da BeeCork no cenário 2

Resumo Resultados	
<i>Free Cash Flow</i> (2021)	71 894,01
Taxa de Actualização (WACC)	5,02%
g (taxa de crescimento)	2,00%
Valor Residual	2 424 239,68

- *Resultados*

Tendo determinadas as diversas variáveis do modelo, apresenta-se, seguidamente, o mapa de *cash flows* do projeto de investimento no cenário 2.

Tabela 14: Determinação do VAL do Projeto da BeeCork no cenário 2

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	-7 695,00	-13 264,00	-71 428,00	9 241,00	75 490,00	91 189,00	92 241,00	95 919,00
Imposto sobre EBIT	0,00	0,00	0,00	1 940,61	15 852,90	19 149,69	19 370,61	20 142,99
EBIAT	-7 695,00	-13 264,00	-71 428,00	7 300,39	59 637,10	72 039,31	72 870,39	75 776,01
Amortizações, depreciações, imparidades e provisões	252,00	251,00	45 115,00	55 184,00	55 184,00	54 932,00	54 932,00	54 932,00
CAPEX	1 258,00	0,00	538 358,00	37 853,00	0,00	1,00	0,00	0,00
Variação de capital circulante	5 523,00	-350,00	-8 412,00	107 574,00	93 681,00	74 384,00	43 902,00	58 814,00
Free Cash Flow (FCF)	-14 224,00	-12 663,00	-556 259,00	-82 942,61	21 140,10	52 586,31	83 900,39	2 496 133,69 ⁽¹⁾
Fator de desconto [WACC]	1,0000	0,9522	0,9066	0,8632	0,8219	0,7826	0,7452	0,7095
Valor Atual do FCF	-14 224,00	-12 057,14	-504 303,68	-71 597,91	17 375,50	41 153,84	62 518,60	1 771 008,46

⁽¹⁾ O FCF de 2021 inclui o valor residual do projeto de investimento, considerando que, a partir deste ano, o FCF cresce a uma taxa de crescimento perpétua de 2%

Finalmente, neste cenário, com base no valor atualizado dos *free cash flows*, à taxa de atualização correspondente ao WACC (5,02%), e numa perspetiva de continuidade, obteve-se um valor de mercado para a BeeCork de 1.289.873,68 euros, tal como apresentado na tabela seguinte.

Tabela 15: VAL do Projeto da BeeCork no cenário 2

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Free Cash Flow (FCF)	-14 224,00	-12 663,00	-556 259,00	-82 942,61	21 140,10	52 586,31	83 900,39	2 496 133,69 ⁽¹⁾
Fator de desconto [WACC]	1,0000	0,9522	0,9066	0,8632	0,8219	0,7826	0,7452	0,7095
Valor Atual do FCF	-14 224,00	-12 057,14	-504 303,68	-71 597,91	17 375,50	41 153,84	62 518,60	1 771 008,46
VAL do Projeto	1 289 873,68							
TIR do Projeto	33,01%							

⁽¹⁾ O FCF de 2021 inclui o valor residual do projeto de investimento, considerando que, a partir deste ano, o FCF cresce a uma taxa de crescimento perpétua de 2%

7.2.2.4. Resultados da análise do Valor da BeeCork

O objetivo deste subcapítulo concretizou-se na infirmação ou confirmação da hipótese II: “O Portugal 2020 incentiva o investimento em projetos que, de outra forma, não seriam implementados pois não seriam suficientemente rentáveis para que os beneficiários os realizassem; i.e., aumenta significativamente o valor criado para os seus promotores”.

Com base na análise do impacto da aprovação ou rejeição da candidatura ao Portugal 2020 da BeeCork, conclui-se que o valor da Empresa é bastante superior no cenário em que a candidatura é aprovada comparativamente ao cenário em que a Empresa é financiada por via dos habituais instrumentos de financiamento. Isto é, o valor de mercado da BeeCork reduz-se

significativamente, de 3.775.419,73 euros para 1.289.873,68 euros no cenário em que a candidatura não é aprovada e a Empresa tem de recorrer a outros instrumentos de financiamento (designadamente, ao empréstimo bancário).

Este facto foi resultado da diminuição do WACC com a aprovação da candidatura ao Portugal 2020, que passou de 5,02% no cenário 2 (em que a empresa é “obrigada” a recorrer a outras alternativas de financiamento que não o Portugal 2020), para 3,38% no cenário 1, em que a candidatura é aprovada e o projeto financiado pelo Portugal 2020.

7.2.3. O acesso ao financiamento e os problemas de sub-investimento da BeeCork

Com o objetivo de responder à hipótese I - *O Portugal 2020 permite resolver problemas de sub-investimento no seio das empresas portuguesas; ou seja, o incentivo, como fonte de financiamento, é indispensável para que as empresas em análise realizem os investimentos ambicionados* -, foi elaborado um questionário de resposta aberta sendo a BeeCork o seu destinatário. O referido questionário apresenta-se abaixo, com as respetivas respostas do inquirido.

Figura 8: Questionário realizado à BeeCork

<p>1. Quais os problemas/restrições de financiamento que possam ser aplicáveis à empresa?</p> <p>A BeeCork é uma empresa praticamente "recém-criada", pelo que a sua capacidade produtiva instalada não apresenta, ainda, um nível sustentável no mercado externo, gerando um nível de faturação que ainda não sustenta um empréstimo bancário. A dimensão desta empresa (ainda quase "recém-criada"), a consequente necessidade de implementar o processo de produção, e a necessidade de investir e criar todos os fatores produtivos e competitivos, são pontos fracos da BeeCork que dificultam o acesso ao financiamento bancário.</p>
<p>2. O projecto em causa avançará se não tiver o apoio do Portugal 2020? Se não, porquê?</p> <p>Sim, o projeto avançará na ausência do apoio do Portugal 2020, no entanto com condições diferentes.</p>
<p>3. Na hipótese do projecto avançar na ausência do incentivo no âmbito do Portugal 2020, a empresa recorrerá a outros instrumentos de dívida? Quais? O projecto sofrerá alguma alteração (por exemplo, em termos de investimento, duração, etc) em consequência de não ser apoiado pelo Portugal 2020?</p> <p>Na ausência do incentivo Portugal 2020 como instrumento de financiamento do projeto, a Empresa, recorrerá ao contrato de mútuo, com um peso de 70% do valor do investimento, no entanto, também ao nível das condições do projeto de investimento, haverá alterações: - o valor do investimento rondará apenas cerca de 1/3 do valor total apresentado na candidatura ao Portugal 2020; e, consequentemente, - o prazo de implementação será substancialmente mais extenso, aumentando o período do investimento de 1 ano para cerca de 4 anos.</p>

As respostas da Empresa ao questionário comprovaram o estudo efetuado no relatório do Observatório das PME Europeias (2002), ou seja, as empresas que se encontram numa fase inicial da sua atividade são as que sentem maiores dificuldades no acesso ao financiamento.

Desta forma, o financiamento do Portugal 2020 assume especial importância e indispensabilidade, para as PME, especificamente para as empresas numa fase inicial de desenvolvimento. De facto, a BeeCork embora avançasse com o seu projeto de investimento, independentemente de ser ou não financiada pelo Portugal 2020, não o conseguiria realizar, nas mesmas condições, tanto em termos de valor, como em termos temporais de implementação, no caso de não ser apoiada pelo SI Inovação Produtiva.

Um dos seus objetivos estratégicos é alcançar, de imediato, uma posição de destaque nacional e internacional mediante um projeto de investimento com foco na internacionalização e no mercado mundial, pelas características do seu produto. O alcance deste objetivo seria dificultado no caso de o projeto não avançar nas condições esperadas de implementação (apenas possíveis, na esfera da BeeCork, pelo financiamento via Portugal 2020), uma vez que, em caso de não aprovação da candidatura, o projeto sofrerá alterações significativas no período de implementação e, conseqüentemente, no *timing* certo para atuar ao nível do “monopólio” de detenção de uma solução única a nível mundial.

7.3. O caso Dutec

“A DUTEC foi fundada em 2002 com o objetivo de oferecer soluções tecnologicamente inovadoras que não só possam contribuir para o aumento de produtividade dos seus clientes como também demonstrar um claro retorno do investimento” (Dutec. <http://www.dutec.pt/>).

A Dutec - Tecnologias de Informação, Lda. (doravante designada por “Dutec” ou “Empresa”), instalada no Concelho de Lisboa, freguesia de Amadora, oferece soluções tecnologicamente inovadoras que, não só contribuem para o aumento de produtividade dos seus clientes, como também demonstram um claro retorno do investimento. A Empresa enquadra-se assim no CAE principal 46510 – “Comércio por grosso de

computadores, equipamentos periféricos e programas informáticos” -, e no CAE secundário 47410 – *“Comércio a retalho de computadores, unidades periféricas e programas informáticos, em estabelecimentos especializados”* (Dutec. <http://www.dutec.pt/>).

A Dutec pretende investir num projeto de investimento enquadrável no âmbito do SI Qualificação e Internacionalização PME, especificamente, na tipologia de Vale Inovação.

De acordo com a Portaria n.º 57-A/2015 de 27 de fevereiro, os incentivos a conceder aos projetos no âmbito dos vales internacionalização e inovação, os *“incentivos revestem a forma não reembolsável”*, assumindo a componente de capital alheio na estrutura de capital da Empresa.

A Dutec é uma microempresa dotada da ambição de crescer de forma sólida e sustentável, incrementando os seus níveis de eficiência em toda a fileira, quer a nível organizacional, quer a nível de mercado. Para isso, a Empresa pretende investir na implementação de um sistema de Qualidade que lhe permita alavancar os níveis de competitividade e alcançar uma posição de referência no mercado.

Os benefícios da implementação do sistema de Gestão a implementar pela Dutec estendem-se a todas as dimensões do seu negócio. Desde logo, destaca-se a sua visibilidade e o seu potencial de diferenciação no mercado. Por outro lado, este projeto de investimento vem colmatar algumas dificuldades da Empresa, nomeadamente a necessidade de ter: (i) um Sistema de Gestão controlado, bem como processos coerentes, organizados e monitorizados; (ii) informação factual fidedigna disponível; (iii) equipas alinhadas com a estratégia organizacional; (iv) maior foco no produto e no cliente; (v) mais eficiência e produtividade; (vi) maior valor para o cliente (potencial de satisfação e fidelização de clientes); e (vii) melhor desempenho comercial.

A Dutec pretende assim que os seus serviços sejam reconhecidos pela sua organização eficiente, a sua capacidade de inovação e a sua elevada qualidade.

Através da certificação pela ISO 9001, objeto do presente projeto de investimento, a Empresa pretende demonstrar o seu compromisso com a Qualidade e satisfação dos seus clientes, reforçando a sua notoriedade e alargando a sua visibilidade no mercado nacional e internacional, reforçando a imagem institucional e acompanhamento do mercado em constante evolução.

7.3.1. O Investimento

O investimento inerente ao referido projeto correspondente a investimento direcionado para serviços de consultoria, designadamente no âmbito (i) da elaboração do Manual do Sistema de Gestão de Qualidade da Dutec; e (ii) da elaboração e implementação dos procedimentos e restantes documentos de suporte ao sistema.

Os objetivos da candidatura ao Vale Simplificado no âmbito do Portugal 2020 visam a preparação da Dutec para a sua estratégia de expansão, potenciado o aumento de clientes, o incremento da sua competitividade e o aumento do seu volume de negócios.

O plano de investimento da Dutec terá uma duração de 12 meses, com início no exercício de 2015 e fim em 2016.

7.3.2. Impacto do Contrato de Financiamento no Valor da Dutec

7.3.2.1. Pressupostos Utilizados

O modelo de avaliação desenvolvido tem como base projeções desenvolvidas e disponibilizadas pela Dutec. Apresentam-se, de seguida, as principais variáveis deste modelo.

- *Prazo Considerado*

Efetuarão-se projeções económico-financeiras para o período compreendido entre 2014 e 2016; ou seja, foi considerado um prazo de planeamento correspondente 2 anos. Para esta avaliação estimou-se ainda o valor residual do projeto de investimento com base no ano de 2016 e considerando-se, para tal, uma taxa de crescimento perpétua de 2% (taxa g no modelo).

- *Previsões de Rendimentos Operacionais*

Tabela 16: Rendimentos Operacionais da Dutec

<i>Valores em euros</i>			
Rendimentos Operacionais	2014	2015	2016
Vendas e serviços prestados	521 289,03	574 200,00	610 000,00
Outros rendimentos e ganhos	0,00	0,00	40 728,00
Total	521 289,03	574 200,00	650 728,00

Como se observa na tabela anterior, estas receitas são decorrentes apenas das vendas e serviços prestados e de outros rendimentos e ganhos, assumindo, as restantes rubricas valor nulo.

- *Previsões de Gastos Operacionais*

Tabela 17: Gastos Operacionais da Dutec

<i>Valores em euros</i>			
Gastos Operacionais	2014	2015	2016
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	165 461,95	240 020,00	245 000,00
Fornecimentos e serviços externos	185 825,56	161 000,00	214 900,00
Gastos com o pessoal	164 396,78	165 000,00	188 388,75
Outros gastos e perdas	0,00	0,00	40 728,00
Total	515 684,29	566 020,00	689 016,75

Os gastos operacionais estão repartidos em diferentes rubricas, tal como apresentado acima, a saber: custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas, fornecimentos e serviços externos, gastos com pessoal, e outros gastos e perdas, assumindo as restantes, um valor igual a zero.

- *Taxa de Atualização (WACC)*

À semelhança do modelo utilizado para o caso da BeeCork, o valor do custo do capital próprio (r_e) foi calculado através da seguinte expressão:

$$r_e = r_f + (r_m - r_f) \beta$$

Sendo:

r_f , a taxa de retorno do ativo sem risco;

$r_m - r_f$, o prémio de risco do mercado; e

β , coeficiente beta ou do risco sistemático.

O valor de β foi obtido na base de dados disponibilizada pelo Professor Aswath Damodaran⁷⁰, o qual apresenta um beta não alavancado da indústria "Computers/Peripherals"⁷¹ de 0,97. Para o r_f foi considerado o *yield* das obrigações da República da Alemanha a 30 anos, que, a 7 de fevereiro de 2016, era de 1,05%.

O valor do prémio de risco ($r_m - r_f$), disponibilizado pelo Professor Aswath Damodaran, é de 8,77% relativamente a Portugal (valor obtido a 29 de janeiro de 2016, assumindo um multiplicador de *spread* padrão igual a 1,00).

No que respeita ao custo da dívida, tal como no caso da BeeCork, e com o objetivo de efetuar uma análise comparativa entre ambas as empresas, foram considerados dois cenários: (i) a candidatura submetida no âmbito do

⁷⁰ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁷¹ Setor de atividade designado por "Computers/Peripherals", com um total de 37 empresas integrantes deste setor.

Portugal 2020 é aprovada, sendo o custo do financiamento nulo, uma vez que, de acordo com a alínea a), do n.º 2, do artigo n.º 30, da Portaria n.º 57-A/2015 de 27 de fevereiro de 2015, “*pela utilização do incentivo reembolsável, não são cobrados ou devidos juros ou quaisquer outros encargos*”; (ii) a candidatura submetida não é aprovada, sendo necessário o recurso a uma alternativa de financiamento, assumindo-se neste caso, como custo da dívida, o *spread* suportado (ou a suportar) pela Empresa sobre a taxa Euribor a 6 meses: 3,875%.

- *Valor Residual*

Para o cálculo do valor residual da Dutec, com referência ao exercício económico de 2016, numa ótica de continuidade, assumiu-se que os *Free Cash Flows* crescem de forma perpétua, à taxa anual de 2%, a partir desse exercício.

No subcapítulo seguinte determina-se a alteração do valor da Dutec em dois cenários: (i) num cenário onde o custo da dívida é nulo, dada a aprovação da candidatura ao Portugal 2020, e (ii) num cenário onde o custo da dívida assume o valor do *spread* da taxa de juro suportada pela Empresa.

7.3.2.2. O Valor da Dutec com base na Estrutura de Capitais Alvo

Apresentam-se, de seguida, os mapas históricos e previsionais da Dutec para o período compreendido entre 2014 e 2016. O período de exploração previsional decorre entre os anos de 2015 e 2016, sendo 2015 o exercício de concretização do investimento.

- Balanço Histórico e Previsional

Tabela 18: Balanço histórico e previsional da Dutec

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016
Ativo			
Ativo não corrente	262 568,61	252 385,53	244 002,46
Ativos fixos tangíveis	262 568,61	252 385,53	242 202,46
Propriedades de investimento	0,00	0,00	0,00
Goodwill	0,00	0,00	0,00
Ativos intangíveis	0,00	0,00	1 800,00
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Participações financeiras - outros métodos	0,00	0,00	0,00
Acionistas/sócios	0,00	0,00	0,00
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	0,00
Ativos por impostos diferidos	0,00	0,00	0,00
Investimentos financeiros	0,00	0,00	0,00
Ativo corrente	218 341,00	122 049,08	126 995,00
Inventários	0,00	0,00	0,00
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Clientes	184 177,46	111 049,08	74 167,00
Adiantamentos a fornecedores	0,00	0,00	0,00
Estado e outros entes públicos	0,00	0,00	0,00
Acionistas/sócios	0,00	0,00	0,00
Outras contas a receber	0,00	0,00	40 728,00
Diferimentos	0,00	0,00	0,00
Ativos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	0,00
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	0,00
Ativos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	0,00
Outros ativos correntes	0,00	0,00	0,00
Caixa e depósitos bancários	34 163,54	11 000,00	12 100,00
Total do Ativo	480 909,61	374 434,61	370 997,46
Capital Próprio e Passivo	0,00	0,00	0,00
Capital realizado	25 000,00	25 000,00	25 000,00
Ações (quotas) próprias	0,00	0,00	0,00
Outros instrumentos de capital próprio	0,00	0,00	40 000,00
Prémios de emissão	0,00	0,00	0,00
Reservas legais	5 000,00	5 000,00	5 000,00
Outras reservas	40 021,22	45 627,10	8 863,67
Resultados transitados	5 605,88	3 236,57	5 627,40
Ajustamentos em ativos financeiros	0,00	0,00	0,00
Excedentes de revalorização	0,00	0,00	0,00
Outras variações no capital próprio	0,00	0,00	0,00
Resultado líquido do período	3 236,57	5 627,40	696,58
Interesses minoritários	0,00	0,00	0,00
Dividendos antecipados	0,00	0,00	0,00
Total do Capital Próprio	78 863,67	84 491,07	85 187,65
Passivo	0,00	0,00	0,00
Passivo não corrente	662,91	1 152,60	142,67
Provisões	0,00	0,00	0,00
Financiamentos obtidos	0,00	0,00	0,00
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	0,00	0,00	0,00
Passivos por impostos diferidos	662,91	1 152,60	142,67
Outras contas a pagar	0,00	0,00	0,00
Passivo corrente	401 383,03	288 790,94	285 667,14
Fornecedores	191 602,65	110 779,05	143 609,56
Adiantamentos de clientes	0,00	0,00	0,00
Estado e outros entes públicos	32 948,38	36 522,25	28 175,00
Acionistas/sócios	0,00	0,00	5 000,00
Financiamentos obtidos	54 156,00	32 977,48	15 003,96
Outras contas a pagar	122 676,00	108 512,16	93 878,62
Diferimentos	0,00	0,00	0,00
Passivos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	0,00
Outros passivos financeiros	0,00	0,00	0,00
Passivos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	0,00
Outros passivos correntes	0,00	0,00	0,00
Total do Passivo	402 045,94	289 943,54	285 809,81
Total do Capital Próprio e Passivo	480 909,61	374 434,61	370 997,46

- Demonstração de Resultados Histórica e Previsional

Tabela 19: Demonstração de Resultados histórica e previsional da Dutec

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016
Vendas e serviços prestados	521 289,03	574 200,00	610 000,00
Subsídios à exploração	0,00	0,00	0,00
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas a empreendimentos conjuntos	0,00	0,00	0,00
Variação nos inventários da produção	0,00	0,00	0,00
Trabalhos para a própria entidade	0,00	0,00	0,00
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	165 461,95	240 020,00	245 000,00
Fornecimentos e serviços externos	185 825,56	161 000,00	214 900,00
Gastos com o pessoal	164 396,78	165 000,00	188 388,75
Imparidade de inventários (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00
Provisões (aumentos/reduções)	0,00	0,00	0,00
Imparidade de investimentos não depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00
Outras imparidades (perdas/reversões) / Imparidades (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00
Aumentos/reduções de justo valor	0,00	0,00	0,00
Outros rendimentos e ganhos	0,00	0,00	40 728,00
Rendimentos suplementares	0,00	0,00	0,00
Outros	0,00	0,00	40 728,00
Outros gastos e perdas	0,00	0,00	0,00
Impostos indiretos	0,00	0,00	0,00
Outros	0,00	0,00	0,00
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	5 604,74	8 180,00	2 439,25
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	0,00	0,00	0,00
Imparidade de Investimentos depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)	0,00	0,00	0,00
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	5 604,74	8 180,00	2 439,25
Juros e rendimentos similares obtidos	0,00	0,00	0,00
Juros e gastos similares suportados	1 705,26	1 400,00	1 600,00
Resultado antes de impostos	3 899,48	6 780,00	839,25
Imposto sobre o rendimento do período	662,91	1 152,60	142,67
Resultado líquido do período	3 236,57	5 627,40	696,58
Resultado das atividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período	0,00	0,00	0,00

As vendas previsionais resultam da capacidade instalada decorrente da realização do investimento e da possibilidade de exportação dos seus produtos dada a nova certificação objeto de investimento.

Esta estimativa foi realizada a preços correntes – procedimento igualmente adotado para a previsão dos custos.

O volume de negócios da Empresa registrará um montante de 610.000 euros no exercício de 2016.

- *Mapa de cash flows*

Tabela 20: Mapa de *cash flows* do Projeto da Dutec

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016
EBIT	5 604,74	8 180,00	2 439,25
Imposto sobre EBIT	952,81	1 390,60	414,67
EBIAT	4 651,93	6 789,40	2 024,58
Amortizações, depreciações, imparidades e provisões	0,00	0,00	0,00
CAPEX	262 568,61	-10 183,08	-8 383,07
Variação de capital circulante	-95 937,65	-1 304,48	-13 251,05
Free Cash Flow	-161 979,03	18 276,96	23 658,70

7.3.2.3. Cálculo do WACC

7.3.2.3.1. Cenário 1: a candidatura ao Portugal 2020 é aprovada

Neste cenário, calculou-se o valor do WACC com base nos valores da estrutura de financiamento apresentada na candidatura ao SI Qualificação e Internacionalização PME: “Vale Inovação”. Assim, “a Dutec irá recorrer ao autofinanciamento para suportar este tipo de investimento, de forma a não por em causa a implementação do mesmo se tivesse de recorrer ao financiamento. A Dutec terá a capacidade de através da rentabilidade da sua atividade gerar o valor necessário

para a despesa em causa. Até porque considera que o retorno destas despesas irá retornar resultados muito positivos à empresa.”⁷²

Neste cenário tem-se: (i) o peso relativo do valor de mercado da dívida no valor de mercado da Empresa (W_d), 75%; e (ii) o peso relativo do valor de mercado dos capitais próprios no valor de mercado da Empresa (W_e), 25%.

- *Cálculo do Custo do Capital Próprio*

Para o cálculo do custo do capital próprio, a partir do beta *unleveraged* (de 0,97) e de um *debt-to-equity ratio* (D/E) de 300%, obteve-se um beta *leveraged* ajustado (β_L) de 3,87.

Deste modo, obtém-se o custo do Capital Próprio, apresentado de seguida:

Tabela 21: Cálculo do CAPM da Dutec no cenário 1

Custo do Capital Próprio (CAPM)	
Taxa de Retorno sem Risco (r_f)	1,05%
Prémio de risco Portugal ($r_m - r_f$)	8,77%
β <i>leverage</i> (β_L)	3,87
Custo do Capital Próprio	34,97%

- *Cálculo do WACC*

Dos elementos anteriormente descritos, e considerando uma taxa de imposto de 17%, obteve-se um WACC de 8,74%.

A tabela seguinte resume os elementos já indicados anteriormente e necessários para a determinação do WACC.

⁷² “Descrição das Fontes de Financiamento”, Formulário Portugal 2020, Dutec – Tecnologias de Informação, Lda.

Tabela 22: Cálculo do WACC da Dutec no cenário 1

Custo médio ponderado de Capital (WACC)	
W_d	75,00%
W_e	25,00%
$W_d \times r_d \times (1-t)$	0,00%
$W_e \times r_e$	8,74%
WACC	8,74%

- *Cálculo do Valor Residual*

O valor residual do projeto foi calculado com base no ano de 2016, considerando-se, para tal, uma taxa de crescimento perpétua de 2%.

Desta forma, com base num WACC de 8,74%, determinou-se um valor residual de 357.883,63 euros, como se observa abaixo.

Tabela 23: Cálculo do Valor Residual do projeto da Dutec no cenário 1

Valores em euros

Resumo Resultados	
Free Cash Flow (2016)	23 658,70
Taxa de Actualização (WACC)	8,74%
g (taxa de crescimento)	2,00%
Valor Residual	357 883,63

- *Resultados*

Tendo determinadas as diversas variáveis do modelo, apresenta-se, seguidamente, o mapa de *cash flows* do projeto de investimento no cenário 1.

Tabela 24: Determinação do VAL do Projeto da Dutec no cenário 1

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016
EBIT	5 604,74	8 180,00	2 439,25
Imposto sobre EBIT	952,81	1 390,60	414,67
EBIAT	4 651,93	6 789,40	2 024,58
Amortizações, depreciações, imparidades e provisões	0,00	0,00	0,00
CAPEX	262 568,61	-10 183,08	-8 383,07
Variação de capital circulante	-95 937,65	-1 304,48	-13 251,05
Free Cash Flow (FCF)	-161 979,03	18 276,96	381 542,33 ⁽¹⁾
Fator de desconto [WACC]	0,9196	0,8457	0,7777
Valor Atual do FCF	-148 955,90	15 456,17	296 715,02

⁽¹⁾ O FCF de 2016 inclui o valor residual do projeto de investimento, considerando que, a partir deste ano, o FCF cresce a uma taxa de crescimento perpétua de 2%

Com base no valor atualizado dos *Free Cash Flows*, à taxa de atualização correspondente ao WACC (8,74%), e numa perspetiva de continuidade, obteve-se um valor de mercado para a Dutec de 163.215,29 euros, tal como apresentado na tabela seguinte.

Tabela 25: VAL do Projeto da Dutec no cenário 1

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016
Free Cash Flow (FCF)	-161 979,03	18 276,96	381 542,33 ⁽¹⁾
Fator de desconto [WACC]	0,9196	0,8457	0,7777
Valor Atual do FCF	-148 955,90	15 456,17	296 715,02
VAL do Projeto	163 215,29		
TIR do Projeto	59,22%		

⁽¹⁾ O FCF de 2016 inclui o valor residual do projeto de investimento, considerando que, a partir deste ano, o FCF cresce a uma taxa de crescimento perpétua de 2%

7.3.2.3.2. Cenário 2: a candidatura ao Portugal 2020 não é aprovada

Neste cenário, o valor do WACC com base nos valores disponibilizados pelo Professor Aswath Damodaran é apurado com base na estrutura de capitais média das empresas do setor de atividade onde a Dutec se enquadra: 33,23% (*debt-to-equity ratio* apresentado pelo setor).

Assim, com base no *debt-to-equity ratio* do setor, determina-se: (i) o peso relativo do valor de mercado da dívida no valor de mercado da Empresa

(w_d), 24,94%; e (ii) o peso relativo do valor de mercado dos capitais próprios no valor de mercado da Empresa (w_e), 75,06%.

- *Cálculo do Custo do Capital Próprio*

A partir do beta *unleveraged* (de 0,97) e de um *debt-to-equity ratio* (D/E) de 33,23%, obtem-se um β_L ajustado de 1,23.

Deste modo, obtém-se o custo do Capital Próprio, apresentado de seguida:

Tabela 26: Cálculo do CAPM da Dutec no cenário 2

Custo do Capital Próprio (CAPM)	
Taxa de Retorno sem Risco (r_f)	1,05%
Prémio de risco Portugal ($r_m - r_f$)	8,77%
β leverage (β_L)	1,23
Custo do Capital Próprio	11,87%

- *Cálculo do WACC*

Dos elementos anteriormente descritos, e considerando uma taxa de imposto de 17%, calculou-se um WACC de 9,71%.

Em suma, a tabela seguinte resume os elementos já indicados anteriormente e necessários para a determinação do WACC.

Tabela 27: Cálculo do WACC da Dutec no cenário 2

Custo médio ponderado de Capital (WACC)	
w_d	24,94%
w_e	75,06%
$w_d \times r_d \times (1-t)$	0,80%
$w_e \times r_e$	8,91%
WACC	9,71%

- *Cálculo do Valor Residual*

O valor residual do projeto foi calculado com base no ano de 2016, considerando-se, para o efeito, uma taxa de crescimento perpétua de 2%, tal como já referido anteriormente.

Assim, com base num WACC de 9,71%, determinou-se um valor residual de 312.946,61 euros, como se observa abaixo.

Tabela 28: Cálculo do Valor Residual do projeto da Dutec no cenário 2

Valores em euros

Resumo Resultados	
Free Cash Flow (2016)	23 658,70
Taxa de Actualização (WACC)	9,71%
g (taxa de crescimento)	2,00%
Valor Residual	312 946,61

- *Resultados*

Tendo determinadas as diversas variáveis do modelo, apresenta-se, seguidamente, o mapa de *cash flows* do projeto de investimento no cenário 2.

Tabela 29: Determinação do VAL do Projeto da Dutec no cenário 2

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016
EBIT	5 604,74	8 180,00	2 439,25
Imposto sobre EBIT	952,81	1 390,60	414,67
EBIAT	4 651,93	6 789,40	2 024,58
Amortizações, depreciações, imparidades e provisões	0,00	0,00	0,00
CAPEX	262 568,61	-10 183,08	-8 383,07
Variação de capital circulante	-95 937,65	-1 304,48	-13 251,05
Free Cash Flow (FCF)	-161 979,03	18 276,96	336 605,31 ⁽¹⁾
Fator de desconto [WACC]	0,9115	0,8308	0,7573
Valor Atual do FCF	-147 641,31	15 184,56	254 899,11

⁽¹⁾ O FCF de 2016 inclui o valor residual do projeto de investimento, considerando que, a partir deste ano, o FCF cresce a uma taxa de crescimento perpétua de 2%

Finalmente, neste cenário, com base no valor atualizado dos *free cash flows*, à taxa de atualização correspondente ao WACC – 9,71% -, e numa perspetiva

de continuidade, obteve-se um valor de mercado para a Dutec de 122.442,36 euros, tal como apresentado na tabela seguinte.

Tabela 30: VAL do Projeto da Dutec no cenário 2

Valores em euros

Rúbricas	2014	2015	2016
Free Cash Flow (FCF)	-161 979,03	18 276,96	336 605,31 ⁽¹⁾
Fator de desconto [WACC]	0,9115	0,8308	0,7573
Valor Atual do FCF	-147 641,31	15 184,56	254 899,11
VAL do Projeto	122 442,36		
TIR do Projeto	49,91%		

⁽¹⁾ O FCF de 2016 inclui o valor residual do projeto de investimento, considerando que, a partir deste ano, o FCF cresce a uma taxa de crescimento perpétua de 2%

7.3.2.4. Resultados da análise do Valor da Dutec

Com este capítulo, à semelhança do caso da BeeCork, confirma-se a hipótese II: *O Portugal 2020 incentiva o investimento em projetos que, de outra forma, não seriam implementados pois não seriam suficientemente rentáveis para que os beneficiários os realizassem; i.e., aumenta significativamente o valor criado para os seus promotores.*

De facto, o valor da Empresa é superior no cenário 1; isto é, o valor de mercado da Dutec diminui, de 163.215,29 euros para 122.442,36 euros, do cenário 1 para o cenário 2.

Este facto é resultado do aumento do WACC com a rejeição da candidatura ao Portugal 2020, que aumenta de 8,74% no cenário 1 (em que a empresa é recorreu a outras ao Portugal 2020), para 9,71% no cenário 2.

7.3.3. O acesso ao financiamento e os problemas de sub-investimento da Dutec

À semelhança do questionário elaborado à BeeCork, também a Dutec respondeu ao mesmo em moldes idênticos. O referido questionário apresenta-se infra, com as respetivas respostas do inquirido.

Figura 9: Questionário realizado à Dutec

1. Quais os problemas/restrições de financiamento que possam ser aplicáveis à empresa?
Dado o facto da Dutec ser uma micro empresa é bastante complicado recorrer ao financiamento bancário que não seja suportado por avales e garantias dos sócios e gerentes, o que provoca que o mesmo só mesmo muito pontualmente se recorra ao financiamento .
2. O projecto em causa avançará se não tiver o apoio do Portugal 2020? Se não, porquê?
Sim, o projeto de Certificação irá avançar independentemente do apoio Portugal 2020.
3. Na hipótese do projecto avançar na ausência do incentivo no âmbito do Portugal 2020, a empresa recorrerá a outros instrumentos de dívida? Quais? O projecto sofrerá alguma alteração (por exemplo, em termos de investimento, duração, etc) em consequência de não ser apoiado pelo Portugal 2020?
Nestas circunstâncias, a Dutec suportará os custos do investimento com as receitas geradas internamente pela Empresa.

Uma vez mais, as respostas ao questionário comprovaram o estudo efetuado no relatório do Observatório das PME Europeias (2002), reafirmando-se a maior dificuldade ao acesso ao financiamento bancário por parte das PME.

O financiamento do Portugal 2020 assumiu especial importância e indispensabilidade para a Dutec, embora a Empresa avançasse com o seu projeto de investimento independentemente de ser ou não financiada pelo Portugal 2020. Não obstante, não o conseguiria realizar nas mesmas condições, tanto em termos de valor, como no mesmo período de tempo, no caso de não ser apoiada pelo SI Qualificação e Internacionalização PME.

Com o referido projeto, a Empresa conseguiu aptidão e condições para poder exportar os seus produtos – transação que, anteriormente ao projeto de investimento, não era exequível por falta de certificação do respetivo Sistema de Qualidade. Mais uma vez, o objetivo da Empresa, embora se pudesse concretizar por via do acesso a outra alternativa de financiamento, ficaria “prejudicado” em termos do *timing* adequado para atuar ao nível do mercado internacional.

Parte III: Conclusão

Recordando a questão central da presente dissertação – qual o contributo do Programa do Portugal 2020 para o financiamento das empresas portuguesas? –, foi domínio do presente trabalho um estudo do financiamento nas empresas, com destaque para os instrumentos destinados às Pequenas e Médias Empresas e, mais especificamente, do contributo do Portugal 2020 e do seu impacto no valor destas empresas.

De toda a análise subjacente à presente dissertação sobressai um ponto fundamental do conjunto das conclusões: a importância da tomada de decisão ao nível do financiamento das empresas, a qual pode afetar significativamente o seu valor.

Por este motivo, as empresas tomam as decisões de financiamento com base no custo e na natureza das formas de financiamento alternativas disponíveis, as quais poderão ter origem em capitais próprios e/ou em capitais alheios. Esta decisão estratégica de financiamento culmina na combinação entre as duas tipologias de capitais, dando origem a uma estrutura de capitais na empresa. Assim, o ponto de partida da problemática, acerca de quais os fatores que poderão influenciar a estrutura de capitais das empresas, recaiu sobre o estudo das quatro principais abordagens teóricas, designadamente: (i) a teoria de M&M; (ii) a teoria do *trade-off* estático; (iii) a teoria do *trade-off*; e (iv) a teoria da *pecking order*.

Mais ainda, ao longo deste trabalho deu-se igualmente resposta às questões que motivaram o desenvolvimento deste tema: *qual a razão que justificou a aposta da União Europeia no desenvolvimento de um novo programa de financiamento; qual o contributo do Portugal 2020 para uma melhoria das condições de financiamento das empresas portuguesas?*

De facto, as economias oscilam em torno de uma tendência, alternando entre “períodos bons” e “períodos maus”. Assim, fruto destas oscilações, e decorrente de uma crise económica que deu os seus primeiros sinais de retoma apenas em 2013, surgiu, em 2014, a estratégia de crescimento da União Europeia: Europa 2020. Esta Estratégia foi transposta ao nível dos vários países da União Europeia, inclusivamente, Portugal, surgindo o Portugal 2020. Este Programa Quadro foi alvo de estudo na presente dissertação através de dois estudos de caso: O Caso da BeeCork e o Caso da Dutec.

Partindo desses estudos, foi possível demonstrar que a escolha do financiamento é relevante para a estrutura de capitais de uma empresa, tendo o financiamento via Portugal 2020 impactado positivamente no valor de ambas as empresas, incrementando-o quando comparado ao valor das mesmas no cenário de contratação de outras alternativas de financiamento.

Neste contexto, o presente trabalho centrou-se na determinação do valor de mercado de ambas as empresas em dois cenários distintos: cenário 1, de financiamento com recurso ao Portugal 2020; e cenário 2, de financiamento com recurso a outra alternativa de capital alheio. Adicionalmente, realizou-se um questionário às duas empresas com o objetivo de abordar o problema das restrições de acesso ao financiamento bancário, tendo-se percebido que, efetivamente, as PME e as empresas “recém-criadas” apresentam uma dificuldade acrescida no acesso a este tipo de contratos.

No sentido de responder às questões centrais deste relatório foram desenvolvidas duas hipóteses de investigação:

- Hipótese I: O Portugal 2020 permite resolver problemas de sub-investimento no seio das empresas portuguesas; ou seja, o incentivo, como fonte de financiamento, é indispensável para que as empresas em análise realizem os investimentos ambicionados.

- Hipótese II: O Portugal 2020 incentiva o investimento em projetos que, de outra forma, não seriam implementados pois não seriam suficientemente rentáveis para que os beneficiários os realizassem; *i.e.*, aumenta significativamente o valor criado para os seus promotores.

Pela comparação do valor de mercado de ambas as empresas alvo de estudo, em ambos os cenários, torna-se mais interessante o financiamento através do programa Portugal 2020, o qual contribui não só para aumentar o valor de uma empresa, como também para mitigar problemas de financiamento e viabilizar determinados investimentos e *timings* que, de outra forma, não seriam 100% concretizáveis. Conclui-se, então, pela confirmação da hipótese I.

No que respeita à hipótese II, e tendo como base a análise da estrutura de capital de ambas as empresas, pode-se concluir que o valor de mercado das empresas aumentaria substancialmente perante um financiamento do Portugal 2020, confirmando-se, assim, esta hipótese.

Este trabalho deixa ainda em aberto um conjunto de possibilidades para futuras investigações, como por exemplo a avaliação do nível do impacto que os incentivos do Portugal 2020, como fonte de financiamento das empresas portuguesas, terão na estrutura de financiamento das Grandes Empresas.

Seria igualmente importante uma análise mais profunda às condições específicas de acesso ao financiamento no âmbito dos Sistemas de Incentivos do Portugal 2020.

Por último, a aplicação da presente metodologia a um conjunto mais abrangente de empresas portuguesas permitiria ter uma visão mais abrangente acerca do estudo e uma validação mais robusta das hipóteses colocadas.

Neste estudo destacou-se especificamente o papel do financiamento Portugal 2020 ao nível das PME. Será que o aumento de valor comparativamente aos diversos instrumentos de financiamento se observa facilmente nas grandes empresas? Qual será o impacto de um financiamento Portugal 2020, em alternativa a um qualquer outro instrumento de dívida, no valor de uma grande empresa? São possíveis questões a abordar numa investigação futura.

Noutro prisma, qual o tipo de operações elegíveis, bem como, investimentos relevantes capazes de “gerar” o incentivo? Quais as obrigações específicas dos beneficiários e do projeto de investimento?

Por outro lado, aprofundar quais as restrições das PME ao acesso ao financiamento bancário que levam ao abandono ou alteração das condições do investimento em caso de rejeição do financiamento via Portugal 2020.

Estas são algumas questões que considero serem sugestões interessantes para reflexão e exploração no futuro. Considero ainda que, este estudo, poderá funcionar como um incremento e um catalisador preponderante para o crescimento das empresas e do empreendedorismo e, conseqüentemente, para a alavancagem da economia portuguesa.

Bibliografia

Abrantes, J. J. (2008). Algumas notas sobre o contrato de mútuo. In *Nos Vinte Anos do Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Coimbra Editora.

Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I.P. (2015). *Boletim Informativo dos Fundos da União Europeia: QREN e Portugal 2020* (0). ADI.

Al-Ali, J., & Arkwright, T. (2000). An Investigation of UK Companies Practices in the Determination, Interpretation and Usage of Cost of Capital. *Journal of Interdisciplinary Economics*, 11, 303-319.

Alavi, M., & Leidner, D. E. (2001). Review: Knowledge Management and Knowledge Management Systems: Conceptual Foundations and Research Issues. *MIS Quarterly*, 25(1), 107-136. doi:10.2307/3250961

Alcarva, P. (2012). *O Guia Completo sobre a Banca e as PME*. Vida Económica.

Antunes, E. (2011). Os Contratos Bancários. In *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*. Coimbra: Almedina.

Antunes, J. E. (2014). *Os Instrumentos Financeiros* (2nd ed.). Almedina.

APBA-Associação Portuguesa de Business Angels. (n.d.). Apresentação "Associação Portuguesa Business Angels". Disponível em <http://www.ideram.pt/files/gew09.ppt>

Arundale, K. (2007). *Raising Venture Capital Finance in Europe: A practical guide for business owners, entrepreneurs and investors*. London: Kogan Page.

Banco Central Europeu. (2015). *Relatório Anual 2014*. BCE.

Banco de Portugal. (2014). *Boletim Económico: outubro 2014*. BdP.

Banco de Portugal. (2015). *Análise setorial das Sociedades Não Financeiras em Portugal 2010-2015: Estudos da Central de Balanços*. Autor.

Banco de Portugal. (2015). *Boletim Estatístico: Statistical Bulletin 12 | 2015*. BdP.

Banha, F. (2000). *Capital de Risco: Os tempos estão a mudar*. Venda Nova: Bertrand.

BeeCork, disponível em <http://www.beecork.pt>

Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (8th ed.). Lisboa: McGraw-Hill.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10th ed.). United States: The McGraw-Hill Companies, Inc.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (1999). *Fundamentos da moderna administração financeira*. Campus.

Bruner, R. F., Eades, K. M., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (1998). Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis. *Financial Practice and Education*, 4, 13-28.

Comissão Técnica de Coordenação do QREN. (2012). *Relatório Anual do QREN* (V). QREN.

Compete 2020. (2014). *Estrutura, Metas e Orçamentos do Programa: Documento Síntese*. Autor.

Compete 2020. (2014). *Programa Operacional Competitividade e Internacionalização*. Autor.

Couto, G., & Ferreira, S. (2009). *Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do PSI-20*. Working Paper no. 08/2009. Universidade dos Açores (DEG) e Centro de Estudos de Economia Aplicada do Atlântico (CEEApLA).

Couto, G., & Ferreira, S. (2010, junho). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão* [Lisboa], pp. 26-38.

Cumming, D. J., & Johan, S. A. (2009). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. London: Elsevier Inc.

Dados Professor Aswath Damodaran, disponíveis em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

Decisão de Execução da Comissão de 30/07/2014, que aprova determinados elementos do Acordo de Parceria com Portugal. CCI 2014PT16M8PA001 (julho de 2014).

Decreto-Lei nº 135/79 (18.maio.1979). SECRETARIA DE ESTADO DE TESOUREIRO: I SÉRIE. n.º 114, pp. 965-967.

Decreto-Lei nº 171/79 (6.junho.1979). MINISTÉRIO DAS FINANÇAS: I SÉRIE. n.º 130, pp. 1252-1255.

Decreto-Lei nº 171/95 (18.julho.1995). MINISTÉRIO DAS FINANÇAS: I SÉRIE. n.º 164, pp. 4563-4564.

Decreto-Lei nº 181/92 (22.agosto.1992). MINISTÉRIO DAS FINANÇAS: I SÉRIE. n.º 193, pp. 4098-4099.

Dewett, T., & Jones, G. (2001). The role of information technology in the organization: a review, model, and assessment. *Journal of Management*, 27(3), 313-346. doi:10.1177/014920630102700306

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Harvard: BeardBooks.

Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In *Conference on Research in Business Finance* (pp. 215 - 262). National Bureau of Economic Research.

Dutec, disponível em <http://www.dutec.pt/>

Estratégia Europa 2020, disponível em http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-your-country/portugal/progress-towards-2020-targets/index_pt.htm (02/12/2015).

FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos (Trad.). (1997). *Manual de Oslo: Diretrizes para coleta e interpretação de dados sobre inovação* (3rd ed.). Lisboa: FINEP.

Fraser-Sampson, G. (2010). *Private Equity as an Asset Class* (2nd ed.). Wiley Finance.

Gama, A. P., & Esperança, J. P. (2000). *Os determinantes da estrutura de capital da PME's industriais portuguesas*. Universidade da Beira Interior.

Gitman, L. (2003). *Princípios de Administração Financeira* (10th ed.). São Paulo: Pearson Education do Brasil.

Gitman, L. J. (1982). Cost of Capital Techniques Used by Major U.S. Firms: Survey and Analysis of Fortune's 1000. *Financial Management*, 11(4), 21-29.

Gitman, L. J., & Vandenberg, P. A. (2000). Cost of Capital Techniques Used by Major U.S. Firms: 1997 vs. 1980. *Financial Practice and Education*, 10, 53-68.

Governo de Portugal. (2013). *Código Comercial*. Lisboa. Versão consolidada vigente desde: 8 Janeiro 2009; Última modificação legislativa: DL n.º 8/2009, de 7 de Janeiro (altera o Código Comercial, no sentido de incluir os créditos garantidos por hipotecas e penhores sobre navios na escala de graduação de dívidas) (JusNet 27/2009)

Governo de Portugal. (2014). *Portugal 2020: Acordo de Parceria 2014-2020*. Lisboa: Autor.

Governo de Portugal. (2015). *Código Civil* (7th ed.). Lisboa: Almedina.

Governo de Portugal. (2015). *Código das Sociedades Comerciais*. Lisboa: Home Page Jurídica.

Houston, J. F., & Brigham, E. F. (2004). *Fundamentals of Financial Management* (10th ed.). Thomson/ South-Western.

IAPMEI, & APCRI. (2006). *Guia Prático do Capital de Risco*. Retrieved from <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>

INE. (2015). *Anuário Estatístico de Portugal 2014: Statistical Yearbook of Portugal 2014*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, IP.

INE. Contas nacionais, disponível em <http://www.ine.pt> (03/08/2015).

International Accounting Standard (IAS) 17: Leases. Comissão Europeia.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X.

Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2009). *Fundamentals of Strategy* (1st ed.). London: Prentice Hall, Financial Times.

Landschoot, A. V. (2004). *Determinants of Euro Term Structure of Credit Spreads*. National Bank on Belgium: Working Papers - Research Series. Working Paper no. 1396.

Landström, H. (2007). *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, Inc.

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.

Linha de Crédito PME Crescimento 2015: Síntese dos termos e condições da Linha de Crédito PME Crescimento 2015. (n.d.). PME Investimentos.

Lister, K., & Harnish, T. (2000). *Directory of Venture Capital* (2nd ed.). John Wiley & Sons, Inc.

Matias, M. (2006). *Tese de Doutoramento “A importância do relacionamento bancário no financiamento das PME portuguesas”*. UBI.

Matias, M. N. (2009). *O relacionamento bancário e o financiamento das PME: Uma revisão da literatura*. Working Paper n.º 27/2009. Globo Advantage.

Modigliani F., & Miller M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 5(3), 433-443.

Monks, R. A., & Minow, N. (2011). *Corporate Governance* (5th ed.). United States: Wiley & Sons, Inc.

Myers, S. C. (1984). Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
doi:10.3386/w1393

Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.

Myers, S. C. (2003). Chapter 4 – Financing of Corporations. In *Handbook of the Economics of Finance* (p. 215–253). Elsevier B.V.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have*. Working Paper no. 1396. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Norma contabilística e de relato financeiro (NCRF) 9: Locações. Adotada pelo texto original do Regulamento (CE) n.º 1126/2008 da Comissão de 3 de novembro.

OECD. (2002). *Manual de Fascati: Proposta de Práticas Exemplares para Inquéritos sobre Investigação e Desenvolvimento Experimental*. Autor.

OECD. (2010). *The OECD Innovation Strategy: Getting a head start on tomorrow*. Autor.

Organisation for Economic Co-operation and Development. (2012). *Hybrid Mismatch Arrangements: Tax Policy and Compliance Issues*. United States: OECD.

Pettit, R. R., & Singer, R. F. (1985). Small Business Finance: A Research Agenda. *Financial Management*, 14(3), 47-60.

Pinto, C., Rodrigues, R., Rodrigues, J., Santos, A., Melo, L., & Moreira, M. (2006). *Fundamentos de Gestão* (1st ed.). Lisboa: Editorial Presença.

Portaria nº 57-A/2015 (27.fevereiro.2015). PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS E MINISTÉRIO DA ECONOMIA: I SÉRIE. n.º 41, pp. 1246-(2) – 1246-(57).

Portugal 2020, disponível em <https://www.portugal2020.pt/Portal2020/o-que-e-o-portugal2020> (02/12/2015).

Portugal 2020, disponível em <https://www.portugal2020.pt/Portal2020/Media/Default/Docs/COMUNICACAO/Portugal2020%2019%20Dez%2014.pdf> (02/12/2015)

QREN, dados disponíveis em <http://www.qren.pt/np4/numeros> (05/12/2015)

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Ramos, M. F. (2011). *Capital de risco e financiamento bancário: custos e benefícios jurídicoeconómicos para as empresas portuguesas*. Faculdade de Direito, Universidade do Porto, Porto.

- Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1965). *Optimal Financing Decisions*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, Inc.
- Rodrigues, A. M. (1995). *Capital de Risco - Uma forma de apoio à Atividade Empresarial* (publicado em Revista Portuguesa de Gestão). Universidade de Coimbra, Coimbra, Portugal.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1995). *Administração Financeira: Corporate Finance*. Atlas.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance* (6th ed.). United States of America: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Ruback, R. S. (1995, January 19). An Introduction to Cash Flow Valuation Methods (Revised October 1995). *Harvard Business School* [Boston], pp. 1-9.
- Santander Totta. (n.d.). *Guia para Investir: Rentabilizar os Investimentos*. Autor.
- Santos, A. (1981). *Análise Financeira, conceitos, técnicas e aplicações*. Lisboa: Edição do INIEF.
- Santos, M. C. (2003). *Firm's capital structure decisions [Texto policopiado]: theory and empirical evidence from portuguese banks*. Universidade de Aveiro.
- Shapiro, A. C. (2004). *Capital Budgeting and Investment Analysis* (1st ed.). Prentice Hall, Inc.
- Soares, I., Moreira, J., Pinho, C., & Couto, J. (2015). *Decisões de Investimento: Análise Financeira de Projetos* (4th ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Stiglitz, J. E. (1969). A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *The American Economic Review*, 59(5), 784-793.
- Sveiby, K. E. (1998). *A nova riqueza das organizações*. Estocolmo: Campus.

- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Truong, G., Patington, G., & Peat, M. (2008). Cost-of-Capital Estimation and Capital-Budgeting Practice in Australia. *Australian Journal of Management*, 33, 95-121.
- União Europeia. (2002). *Principais resultados do Observatório das PME Europeias em 2002*. UE.
- Van Horne, & James, C. (1992). *Financial Management and Policy* (9th ed.). New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- Vasconcelos, D. (2011). *Inovação e Empreendedorismo: Fazer de Portugal uma "Start Up Nation"*.
- Vishwanath, S. R. (2007). *Corporate Finance: Theory and Practice* (2nd ed.). London: Sage Publications Ltd.