

ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS PME's LÍDER E O  
POTENCIAL DE INTERVENÇÃO DO CAPITAL DE RISCO

Hugo Pedro Dias Nunes

Projecto de Mestrado em Finanças

Orientador:  
Prof. Rui Ferreira, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,  
Departamento de Finanças

Dezembro 2010

## **Agradecimentos**

Agradeço a quem me possibilitou a elaboração deste trabalho, nomeadamente:

À minha família, pai, mãe, irmã, e sobrinhos.

À Leonor, sem ti seria impossível.

Ao meu companheiro de armas, e amigo Manuel Camarinha.

À Caixa Geral de Depósitos, pelo investimento efectuado.

E por último, ao meu orientador Prof. Rui Ferreira, obrigado pela paciência e apoio.

O autor desta tese, escreve de acordo com a antiga ortografia.

## **Sumário**

A presente dissertação pretende comprovar que face à estrutura de financiamento existente nas PME's Líder em Portugal, a oferta das Sociedades de Capital de Risco é adequada, podendo ser relevante para o desenvolvimento das empresas. Assim, foi elaborado um estudo, tendo por base a listagem das PME's Líder existentes em Portugal à data de Outubro de 2010, tendo sido extraída uma amostra de 100 empresas do Concelho de Loures, e analisados uma série de indicadores que irão permitir chegar à conclusão acima mencionada. Ressalva-se o facto das limitações inerentes à amostra limitarem as conclusões desta dissertação, já que, podem não representar o universo das PME's Líder em Portugal.

**Palavras Chave:** Capital de Risco, Pequenas e Médias Empresas, Estrutura de Financiamento, Governação

## **Abstract**

The purpose of this paper is to demonstrate that, given the existing funding structure of the SME's leader in Portugal, the products of Corporate Venture Capital are adequate, and should be relevant to the growth of these firms. Therefore, I studied a list of SME's Leader in Portugal reporting October 2010. This list is a sample of 100 companies from the City of Loures, that were analyzed based on certain indicators that will allow me to conclude what I have mentioned priorly. I am indeed relying my study on a sample. Hence, it may not replicate, as accurately as I would wish the entire universe of SME's Leaders in Portugal.

**Keywords:** Venture Capital, Small and Medium Enterprises, Financing Policy, Governance

**JEL Classification System:** G24, G32

## Índice

<b>Lista de Abreviaturas</b> .....	II
<b>1. Sumário Executivo</b> .....	IV
<b>2. Génese e Evolução Histórica nos EUA e Europa</b> .....	6
2.1. EUA .....	6
2.2. Europa .....	6
<b>3. Conceito de Capital de Risco</b> .....	8
3.1. Definição.....	8
3.2. Intervenientes.....	9
3.2.1. Venture Capitalists.....	9
3.2.2. Corporate Venturing.....	10
3.2.3. Business Angels.....	10
3.2.4. Venture Catalysts.....	11
<b>4. Investimento e Desinvestimento</b> .....	13
4.1. Tipologias dos Investimentos.....	13
4.2. Relação entre Retorno e Estágio do Investimento.....	14
4.3. Fases de Financiamento.....	15
4.4. Angariação de fundos.....	16
4.5. Processo de Investimento.....	17
4.6. Desinvestimento.....	21
<b>5. Vantagens da intervenção do Capital de Risco nas Empresas</b> .....	23
<b>6. Capital de Risco em Portugal</b> .....	26
6.1. As Três Fases.....	26
6.2. Análise do Triénio 2007,2008 e 2009 .....	28
<b>7. Caracterização e Importância das PME</b> .....	33
7.1. Definição de PME.....	33
7.2. Estatuto PME Líder.....	33
<b>8. Estudo Empírico</b> .....	35
<b>9. Conclusões</b> .....	46
<b>10. Bibliografia</b> .....	49
<b>11. Anexos</b> .....	52
11.1. Listagem PME Líder do Concelho de Loures.....	52
11.2. Lista das 100 PME's que constituíram a Amostra.....	54

### **Lista de Abreviaturas**

- APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco
- AF – Autonomia Financeira
- AR&D – American Research & Development
- BIMBO – Buy-in Management Buy-out
- BVCA – British Venture Capital Association
- CCE – Comissão das Comunidades Europeias
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- CEE – Comunidade Económica Europeia
- CA – Capital Alheio
- CI – Capital Investido
- CP – Curto Prazo
- CRC – Código do Registo Comercial
- EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais
- EF – Encargos Financeiros
- EUA – Estados Unidos da América
- EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association
- FCP – Fundos Comercializáveis junto do Público
- FNABA – Federação Nacional de Associações de Business Angels
- FM – Fundo Maneio
- FCR – Fundos de Capital de Risco
- FIQ – Fundos para Investidores Qualificados
- FRIE – Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial
- FSCR – Fundos de Sindicação de Capital de Risco
- IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento
- IDEIA – Apoio à Investigação e Desenvolvimento Empresarial Aplicado
- IPO – Initial Public Offering
- IRC – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas
- IRS – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares
- LG – Liquidez Geral
- MBI – Management Buy In
- MBO – Management Buy Out

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

MLB – Meios Libertos Brutos

MLP – Médio Longo Prazo

NFM – Necessidades de Fundo Maneio

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PME – Pequena e Média Empresa

PIB – Produto Interno Bruto

PMRE – Prazo Médio de Rotação de Existências

PMP – Prazo Médio de Pagamento

PMR – Prazo Médio de Recebimento

SCR – Sociedade de Capital de Risco

SFE – Sociedades de Fomento Empresarial

SGPS – Sociedades Gestoras de Participações Sociais

SIME – Sistema de Incentivos à Modernização Empresarial

RO – Resultados Operacionais

RL – Resultados Líquidos

RF – Resultados Financeiros

RCP – Rendibilidade do Capital Próprio

ROI – Rentabilidade do Activo

RE – Resultados Extraordinários

RC – Resultados Correntes

RCCP – Rentabilidade Corrente do Capital Próprio

RAI – Resultados Antes de Impostos

TL – Tesouraria Líquida

VN – Volume de Negócios

### Sumário Executivo

As PME's são um pilar da actividade económica, nomeadamente no volume de negócios, nas exportações e no emprego, assumindo um papel particularmente importante no tecido empresarial português, sobretudo em cenários de crise, como o actual, no sentido em que podem representar um ingresso na recuperação económica. Neste contexto, este estudo pretende demonstrar o potencial de intervenção da indústria do Capital de Risco nas PME's Líder, uma vez que se trata de um veículo que pode potenciar o crescimento e desenvolvimento dessas empresas e sustentar a retoma económica e a competitividade na Europa.

O incentivo ao espírito empresarial e o apoio aos empreendedores tem vindo a assumir uma importância crescente na agenda europeia. Apesar dos esforços, a dinâmica empresarial europeia precisa ainda “de mais empresas novas e bem sucedidas que desejem aproveitar os benefícios da abertura de mercado e assumir riscos criativos ou inovadores no sentido da exploração comercial numa escala mais alargada” (CCE, 2003). A iniciativa empresarial encontra ainda uma série de constrangimentos e obstáculos que as empresas de pequena dimensão têm de enfrentar, os quais provocam o insucesso de umas e desmotivam a criação de outras. De entre diversos factores, são de salientar as limitações financeiras com que estas empresas se deparam e as dificuldades que as mesmas têm em aceder aos meios financeiros adequados. O Capital de Risco é uma boa alternativa de financiamento, pois as suas características diferem significativamente do financiamento tradicional.

Importa assim, em primeiro lugar, fazer um enquadramento numa perspectiva histórica. A actividade de Capital de Risco tem a sua origem nos Estados Unidos da América, e desenvolve-se no final da Segunda Guerra Mundial. Na Europa, a actividade é mais recente, mas o seu crescimento tem sido acentuado, principalmente em França e no Reino Unido. O Capital de Risco, para além de constituir uma alternativa ao financiamento, tem contribuído para o crescimento sustentável da economia europeia, gerando emprego, inovação e riqueza.

O enquadramento teórico continuará para a fase de definição de conceitos, tipologias de Capital de Risco, intervenientes, estratégias de entrada, e de saída. De uma forma simples pode-se dizer que o Capital de Risco é uma forma de participação no capital e na gestão, temporária e minoritária, em empresas com elevado potencial de crescimento e valorização, com uma perspectiva de rentabilidade de médio e longo prazo (Soares, 1995).

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Em Portugal, a actividade de Capital de Risco é uma indústria recente, pois as primeiras sociedades, tal como os fundos disponíveis para investir, só foram constituídas a partir de 1989, dando-se no entanto ênfase à evolução no triénio 2007 - 2009.

Este trabalho incide sobre um estudo empírico que consiste na análise de uma amostra constituída por 100 empresas PME's Líder do Concelho de Loures. A sua estrutura de financiamento, além de revelar algumas lacunas, que poderiam ser suprimidas com a intervenção das SCR, revela também oportunidades e indicadores de atractividade de interesse para o Capital de Risco. O facto de ter sido escolhida esta amostra, prende-se com motivações profissionais.

## **2. Génese e Evolução Histórica nos EUA e Europa**

O Capital de Risco tem as suas origens no próprio nascimento da actividade comercial (Banha, 1998). Desde sempre houve investidores disponíveis para aplicar as suas poupanças em projectos com elevado grau de incerteza quanto ao seu sucesso. A título de exemplo, podemos referenciar o financiamento das viagens marítimas pelos reis de Portugal e Espanha, no século XV (Soares, 1995). Podemos também referenciar o século XVIII como um outro período relevante para o crescimento deste tipo de instrumento financeiro, em Inglaterra, como consequência da Revolução Industrial e do ambiente favorável aos investimentos em projectos fabris (IAPMEI, 2006).

### **2.1 EUA**

Foi nos EUA, no final da Segunda Guerra Mundial, que, de forma institucionalizada, apareceu o Capital de Risco (Cornelius, 2005). A American Research & Development foi a primeira sociedade de investimento de Capital de Risco, fundada em 1946, na sequência da existência de uma quantidade elevada de recursos disponíveis. A ideia foi materializada com a constituição de um fundo, cuja gestão realizava investimentos de elevados risco e com grande retorno potencial. Este fundo, originou mais tarde a criação por parte do Governo dos EUA, da Small Business Investment Companies (SIBCA), que veio reforçar a implementação desta actividade comercial (Bartlett, 1999; Gompers e Lerner, 2001).

A indústria de Capital de Risco desenvolveu-se sobretudo nos EUA, fruto de um mercado liberal, empreendedor, com uma elevada procura de fontes alternativas de financiamento, transformando-se este sector num mercado maduro e adaptado às necessidades.

### **2.2. Europa**

No início da década de 80 assistiu-se à chegada do Capital de Risco à Europa, no entanto o modelo europeu tem algumas diferenças relativamente ao modelo americano.

O Capital de Risco difunde-se pela Europa Ocidental, no início dos anos 80, deixando de estar limitado ao Reino Unido e apresentando desde o início algumas diferenças face ao modelo. Dos vários esforços desenvolvidos para fomentar a indústria do Capital de Risco, podemos destacar: a criação da European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), em 1983, uma associação que representa o sector do Capital de Risco europeu e tem

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

como objectivo promover a actividade na Europa e no seu exterior; em 1985 foi desenvolvido o programa Venture Consort, com o objectivo de incrementar o financiamento às PME's no sector das novas tecnologias; em 1988 nasceu a Eurotech Capital, com o objectivo de potenciar o investimento através de SCR's de capitais privados em projectos *hi-tech*.

Mas foi na década de 90, que o Capital de Risco se desenvolveu mais rapidamente, nomeadamente no Reino Unido na Holanda, Alemanha, e a França. No entanto o conceito original de Capital de Risco, que se centrava nos investimentos em empresas em fases embrionárias, não foi seguido na Europa, dando origem ao conceito Merchant Capital (Bygrave e Timmons, 1992). Este conceito visava o apoio a empresas em fases mais avançadas de desenvolvimento com vista ao retorno dos investimentos em prazos mais curtos.

Em 2001 surgem, pela primeira vez, dados sobre a República Checa, Polónia, Hungria e Eslováquia. (E.V.C.A., Anual Survey, 2001), no entanto os países que mais têm atraído investimento de Capital de Risco tem sido o Reino Unido, a França, Alemanha, Holanda e Espanha, tendo o principal foco dos investimentos sido os sectores dos produtos e serviços industriais, os bens de consumo e de retalho, comunicações e indústria farmacêutica (E.V.C.A. Anual Survey, 2007).

Relativamente a Portugal, aprofundaremos a evolução do Capital de Risco desde 1986 até aos dias de hoje.

### 3. Conceito de Capital de Risco

#### 3.1. Definição

De acordo com o IAPMEI (2006), para além da definição legal, o capital de risco - também chamado de capital de investimento, capital de desenvolvimento, *venture capital* e *private equity* - é uma técnica, modalidade ou forma de investimento que se caracteriza pela existência de um investidor profissional: aquele que investe em empresas com elevado potencial de crescimento, através da aquisição de participações no capital social de empresas, geralmente participações minoritárias, e sobre valores mobiliários não cotados em mercados organizados, com a expectativa de obter dentro de um horizonte de curto ou médio prazo, mais-valias decorrentes do seu investimento.

A expressão – Capital de Risco - deriva do francês, onde foi adoptado o termo *Capital – Risque*, que digamos é redutora, face ao espírito subjacente do seu termo original (Ribeiro, 1995).

Para Lachmann (1992), a tradução despreza a filosofia e o entendimento que este tipo de financiamento tem nos meios anglo-saxónicos. Pois, da aventura explícita no termo – *venture* – ficou apenas o seu lado mais negativo – o risco, a expressão original sublinha mais o aspecto dinâmico, aventureiro e ganhador do investimento.

Para a Comissão Europeia o Capital de Risco é um processo dinâmico através do qual os indivíduos identificam constantemente oportunidades económicas e as aproveitam, desenvolvendo, produzindo e vendendo bens e serviços. Este processo exige qualidades como autoconfiança, a capacidade de arriscar e o empenho pessoal (Comissão Europeia, 1998).

Esta forma alternativa de financiamento diferencia-se substancialmente das tradicionais, principalmente devido às seguintes particularidade (Soares, 1995):

- Os investidores participam nos lucros e prejuízos;
- O financiamento efectiva-se com a participação no capital social, não tendo implícito o pagamento de encargos financeiros, nem a prestação de garantias pessoais ou reais;
- A participação é minoritária e temporária, ou seja, o investidor não assume a posse da empresa, apoiando a gestão, e o carácter da participação não é permanente;
- Partilha de risco entre o investidor e o empresário, de onde decorre consequentemente o apoio ao nível do marketing, da gestão estratégica, conhecimentos técnicos e administrativo;

- Estabelecimento de uma parceria entre o investidor e o empresário, na qual existe partilha de conhecimentos, experiência e rede de contactos;
- Os investidores procuram empresas de elevado potencial de crescimento e valorização, que necessitam de um financiamento para demonstrar o seu potencial;
- Perspectiva de rentabilidade de médio/longo prazo, pelo que o investidor se manterá na empresa por um período relativamente longo;
- A capacidade de gestão é potenciada pela complementaridade do empreendedor e financiador;
- O objectivo é o de obter mais-valias resultantes da alienação posterior da participação adquirida, como contrapartida dos elevados riscos incorridos;
- Credibilização da empresa participada no mercado, decorrente da credibilidade do investidor.

### 3.2. Intervenientes

Comummente, a indústria de Capital de Risco é descrita pela existência de três tipos de intervenientes: os *venture capitalists*, os *corporate venturing* e os *business angels*. Em Portugal essa actividade tem sido desenvolvida basicamente pelos *venture capitalists*, e mais recentemente pelo aparecimento no mercado de alguns *business angels*. Existe ainda um outro elemento igualmente relevante na industrialização deste sector de Capital de Risco - os *venture catalyst*. Iremos enunciar as principais características de cada um destes intervenientes.

#### 3.2.1. Venture capitalists

Os *venture capitalists* ou também designadas Sociedades de Capital de Risco, têm como actividade a angariação de fundos junto de investidores de modo aplicar em empresas jovens com grande potencial e espírito de crescimento (Bottazzi e Rin, 2002). As SCR têm como objecto o apoio e promoção do investimento e da inovação tecnológica em projectos empresariais ou empresas já existentes, através da participação temporária no respectivo capital social (IAPMEI, 2006). Estes agentes têm vindo a ser divulgados como, parceiros activos e construtivos, e caracterizam-se: pela capacidade para detectar oportunidades e avaliar ameaças; pela competência para acrescentar valorizar as iniciativas que apoiam, como por exemplo, intervenção negocial na banca, e reforço da capacidade de gestão; pelo entusiasmo por projectos inovadores e por equipas empreendedoras.

As origens dos fundos das SCR são provenientes de instituições bancárias, de organismos públicos, ou através da gestão de fundos em nome de outras instituições (Banha, 2000). Estão organizadas através de associações internacionais, na Europa a EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association, e ao nível nacional, através da APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco, conferindo às SCR uma normalização e regulamentação da sua actividade.

### 3.2.2. Corporate venturing

Esta é uma forma particular de Capital de Risco, onde empresas com capacidade financeira investem noutras, regra geral de menor dimensão, que apresentam estratégias, modelos de negócio, áreas de actuação e produtos que estão em consonância e têm interesse para os seus objectivos estratégicos (Banha, 2000 e Videira, 2001), ou seja, as empresas investidoras adquirem participações de capital minoritárias de empresas com potencial de crescimento, com o intuito de desenvolver conceitos que possam beneficiar a sua actividade principal (Banha, 2005a). Estas relações podem ser estabelecidas entre empresas do mesmo grupo.

As parcerias são mutuamente proveitosas e recíprocas, na medida em que a empresa de maior dimensão oferece financiamento, apoio à gestão e canais de distribuição que não estariam disponíveis para a empresa mais pequena (Banha, 2000), e a empresa menor fornece a sua capacidade de inovação e dá à maior uma visão privilegiada dos produtos e tecnologias que está a desenvolver.

Nos EUA, esta estratégia tem tido um grande crescimento, contrastando com a Europa e Portugal, talvez como consequência da menor relevância dada ao investimento de Capital de Risco na Europa face aos EUA (Banha, 2005a).

Alguns exemplos de empresas que utilizaram as *corporate ventures* para se desenvolverem e alargarem os seus negócios: Siemens Ventures Capital, Deutsche Telekom T-Ventures, France Telecom, Acer Technology Ventures, Intel Capital Aeroscout , etc.

### 3.2.3. Business angels

Nesta tese não se irá aprofundar a caracterização dos *business angels*, na medida em que têm pouca relevância para empresas em estágio de desenvolvimento como é o caso das PME's Líder, no entanto dada a importância crescente em projectos de menor dimensão e em *early-stages*, é impossível não fazer referência a estes agentes. Os *business angels* são

investidores privados que geralmente actuam por conta própria ou complementarmente às SCR, aplicando parte das suas poupanças, normalmente em projectos de *seed capital* e *start-up's*, que podem não ser tão apelativas às SCR.

A sua actividade é designada por Capital de Risco informal, por sinal menos conhecida e documentada que o Capital de Risco formal. Além de efectuarem investimentos de forma isolada, muitas vezes estes investidores organizam-se informalmente e investem em conjunto como parte integrante de um sindicato que compreende, tipicamente, amigos e associações de negócio, o que lhes permite obter largas somas de capital, que individualmente não conseguiriam, e ainda reduzir substancialmente o risco (Aernoudt, 2005 e Pereira, 2005). O investimento em conjunto é mais habitual entre os *business angels* mais experientes (Kelly e Hay, 2000).

Ao nível da rede de contactos, os *business angels* recorrem às mais diferentes fontes para identificarem as oportunidades de investimento (Kelly e Hay, 2000). Contudo, as suas preferidas são os grupos informais das suas relações pessoais e as associações de negócios (OCDE, 1996).

São pessoas experientes (ex-executivos) com capacidade financeira, empreendedores (com sucesso comprovado) e veteranos da indústria (com larga experiência e conhecimento de negócio). Estão dispostos a investir em projectos que para além do potencial retorno do investimento, os motivam pessoalmente. São uma alternativa de investimento, depois de esgotados os 3 F's (*fools, family, friends*) e um 4º “F” português, o financiamento bancário.

O Capital de Risco informal tem assumido um papel importante no financiamento das PME's, mas o seu papel em Portugal ainda é incipiente. O desenvolvimento desta actividade passa pelo crescimento das redes de *business angels*, que podem ser um ponto de encontro entre associados, facilitando a sindicalização de operações, desenvolvendo programas e linhas de orientação, e obviamente deste modo aproximando a oferta e a procura.

Em Portugal, a rede deu os seus primeiros passos no ano 2000 com a criação do primeiro Business Angels Club Português da Gesventure. Só em 2005 foram criadas Associações Regionais, como é o caso do Clube de Cascais, Invicta Angels, entre outros. Finalmente em 2007 foi criada a FNABA – Federação Nacional de Associações de Business Angels (FNABA, 2010).

### 3.2.4 Venture catalysts

Os *venture catalysts* são intermediários especializados que possuem relações privilegiadas com os investidores (privados e institucionais), o que lhes permite acompanhar

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

os empreendedores no financiamento das suas *start-up's* (Banha, 2000). Assemelha-se como um catalisador num sentido em que a sua principal característica é acelerar passagem das diversas fases que o empreendedor terá de ultrapassar de modo a que o investidor apoie financeiramente o seu projecto.

De acordo com Banha (2000) compete ao *catalyst*:

- Seleccionar e identificar potenciais investidores que melhor se adequam às necessidades do empreendedor
- Analisar e efectuar sugestões relativamente ao *business plan* a desenvolver;
- Acompanhar e auxiliar o empreendedor no processo de negociação (apresentações, montagem financeira da operação, pacto social, etc.);
- Constituir as equipas de gestão que permitam o cumprimento do *business plan*.

Ainda de acordo com Banha (2000), na óptica dos investidores o *venture catalyst* também tem uma função de:

- Pesquisa de oportunidades de desinvestimento e de consequente rendibilidade dos investimentos realizados;
- Apresentação e escolha de projectos com elevado potencial de crescimento;
- Criação de clubes de investidores que permitam a estes um acesso privilegiado a novas oportunidades de investimento;
- Implicação da equipa do *venture catalyst* no seguimento do projecto de investimento.

Concluindo, estes agentes conferem confiança aos empreendedores pelo acompanhamento dado e aos investidores, garantindo que o empresário e o projecto são idóneos.

## 4. Investimento e Desinvestimento

### 4.1. Tipologia dos Investimentos

Os investidores de risco têm várias formas de caracterizar os seus investimentos. Uma destas formas é o estágio de desenvolvimento em que a empresa participada se encontra aquando da sua entrada. As definições utilizadas nas estatísticas divulgadas em Portugal, pela CMVM e IAPMEI (2006) e APCRI (1999 e 2005a) são as a seguir indicadas:

- **Capital Semente (*Seed Capital*):** financia ideias ou projectos de investimento que ainda se encontram numa fase de concepção (criação, investigação e desenvolvimento). Para a sua concretização é necessário comprovar a viabilidade através do desenvolvimento de um protótipo, da validação de uma teoria ou da pesquisa de mercado, para testar a aceitação no mercado. Nesta fase, normalmente as necessidades de capital são reduzidas, embora fundamentais;
- **Capital de arranque (*Start-up*):** é um investimento dirigido a empresas recém-criadas ou em fase de constituição. Destina-se principalmente a financiar o desenvolvimento do produto e ao lançamento de campanhas de marketing;
- ***Early Stage*:** financiamento de empresas que já concluíram a fase de desenvolvimento inicial do produto e que necessitam de recursos adicionais para a sua introdução o mercado. Nesta fase, as empresas ainda não atingiram o *break-even point* e alguns autores consideram que esta fase pode estar incluída nas duas anteriores (capital semente e capital de arranque);
- **Expansão/Desenvolvimento:** destinado a financiar o crescimento de uma empresa já em "velocidade de cruzeiro" e normalmente destina-se ao aumento da capacidade produtiva, ao desenvolvimento de novos produtos, internacionalização da empresa, ao reforço dos capitais próprios e/ou reestruturação financeira;
- ***Bridge Financing/Mezzanine*:** investimento destinado a financiar o início do processo de admissão ao mercado bolsista e normalmente tem como objectivo criar uma estrutura financeira da empresa de forma a que, esta se torne atractiva para o público em geral. Este tipo de financiamento é efectuado em empresas com expectativa de virem a ser admitidas no mercado bolsista a curto prazo e é estruturado de forma a que venha a ser reembolsado com as receitas provenientes da venda em bolsa;

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

- *Management Buy-out* (MBO): financiamento destinado a apoiar a aquisição da empresa pelos seus quadros, com o objectivo de tomar o controlo sobre a mesma, os quais passam a deter parte ou a totalidade do capital;
- *Management Buy-in* (MBI): financiamento destinado a apoiar a aquisição e a tomada de controlo de uma empresa por um gestor ou equipa de gestores exteriores à mesma;
- *Buy-in Management Buy-out* (BIMBO): financiamento destinado a permitir o controlo da empresa pela equipa de gestão interna, auxiliada pela entrada de uma equipa de gestores externa (mix de MBO e MBI);
- *Institutional Buy-out* (IBO): este tipo de investimento implica um envolvimento extraordinário do investidor e destina-se a permitir ao investidor de risco o controlo da empresa;
- *Turnaround*: financiamento de projectos de recuperação de empresas em dificuldade, mas economicamente viáveis;
- Capital de Substituição (*Replacement Capital*): destinado apenas a apoiar a aquisição de parte ou da totalidade da participação de actuais accionistas, ocorrendo uma simples substituição de accionistas. Normalmente não existem alterações a nível interno nem investimentos produtivos;
- Refinanciamento: financiamento adicional e ocorre normalmente quando a empresa tem um desempenho insatisfatório, podendo começar a dar indícios de fracasso. Pode ocorrer também numa empresa com bom desempenho e neste caso os indícios de sucesso são mais evidentes (os accionistas podem decidir refinarciar o negócio em condições mais favoráveis para eles, com os financiadores de Capital de Risco originais ou por vezes com novos financiadores).

### 4.2. Relação entre Retorno e Estágio do Investimento

Relativamente ao retorno, os investidores de Capital de Risco têm geralmente definida uma taxa de rentabilidade “objectivo” para os seus investimentos. Essa taxa varia de acordo com o risco do projecto. Quanto maior o risco do projecto, maior será a rentabilidade que o investidor de Capital de Risco “exige” para o seu investimento (De Vos et al – 1994). Este valor depende de factores como o risco associado ao negócio proposto, a duração esperada para o investimento a realizar pelo investidor de Capital de Risco, o grau de dificuldade esperado pelo investidor para efectuar a sua saída e o número de investidores de Capital de

Risco interessados no negócio, ou seja, da pressão concorrencial sobre o investidor (Smith & Smith, 2000; Kerins et al, 2001; APCRI, 2008).

A fase do ciclo de vida de uma empresa é determinante no nível do risco e retorno esperado pelo investidor. Se analisarmos o mercado de Capital de Risco em função destas variáveis, obtemos quatro segmentos (Ribeiro, 1995):

- *Seed Capital/Capital Semente* (Risco – muito elevado/Retorno potencial - muito elevado) – é um segmento do mercado que só tem real expressão nos países onde o Capital de Risco está mais desenvolvido, como por exemplo os EUA;
- *Risk Capital/Capital de Risco* (Risco – elevado/Retorno potencial - elevado) – apesar de existirem divergências de opinião, este segmento engloba, normalmente, o capital utilizado para financiar o lançamento de novas empresas (*Early Stage*) e as operações de reestruturação financeira (*Turnaround*);
- *Development Capital/Capital de Desenvolvimento* (Risco – médio a baixo/Retorno potencial - médio) – neste segmento são considerados os investimentos que apoiam a expansão de empresas via crescimento interno ou via aquisição, as operações MBO ou MBI;
- *Replacement Capital/Capital de Substituição* (Risco – baixo/Retorno potencial - médio/baixo) – é um investimento utilizado apenas para adquirir uma participação, havendo uma simples troca de accionistas.

### 4.3. Fases de Financiamento

O investimento/financiamento por fases funciona como um mecanismo de controlo utilizado pelas SCR, permitindo-lhe uma monitorização da actividade da empresa participada, na medida em que o alcance dos objectivos propostos será uma condição para que o investidor coloque uma nova fatia de capital na empresa participada.

As rondas de financiamento são uma metodologia directamente ligada ao investimento por fases, quanto mais curtas forem as rondas de financiamento maior é a frequência com que o investidor de risco acompanha o comportamento da empresa participada, melhorando a informação sobre a empresa para uma tomada de decisão, aliás quanto mais curtas forem as rondas de financiamento maior é a frequência com que a SCR monitoriza o comportamento da empresa participada, aumentando assim a informação que possui (Sahlman, 1990; Cornelli e Yosha, 1997).

Outro aspecto e não menos importante é o de que este tipo de investimento faz com que os empreendedores estejam muito próximos do investidor de risco e não tomem decisões de gestão que os possam beneficiar em prejuízo da empresa, situação muito característica nas empresas do tipo familiar, em que muitas vezes o empreendedor confunde o património da empresa com o seu próprio património. A hipótese de optar pela saída da empresa participada é um facto muito relevante, na medida em que limita as perdas caso a intervenção não tenha sucesso (Gompers, 1995; Sweeting e Wong, 1997).

Neste tipo de investimento, o empreendedor tem sempre uma “espada” sobre a sua cabeça, pois a possibilidade do investidor de risco abandonar o investimento existe em permanência, enquanto os objectivos não forem atingidos, até porque permitirá ao investidor de risco limitar as perdas caso a participação não tenha sucesso.

As rondas de financiamento variam consoante o estágio de desenvolvimento da empresa e com o sector em que exerce a sua actividade. Por exemplo, empresas em fase de *Early-Stage* tecnológicas são aquelas que são vigiadas mais atentamente, têm mais rondas, recebendo menos capital de cada vez, e conforme o seu desenvolvimento a necessidade de monitorização diminui. (Gompers e Lerner, 1999).

#### **4.4. A angariação de fundos**

De modo a poderem financiar a sua actividade as empresas de Capital de Risco têm de atrair investidores (que procuram um retorno elevado do seu capital), pelo que, além de demonstrar experiência, têm de apresentar resultados históricos que o demonstrem. (IAPMEI e APCRI, 1999).

Os fundos angariados são usados na compra de participações de capital das empresas, por um determinado período de tempo, com o objectivo de gerar retorno suficiente para que as SCR possam continuar a exercer a sua actividade (investimentos em novas empresas) (Santos, 1995).

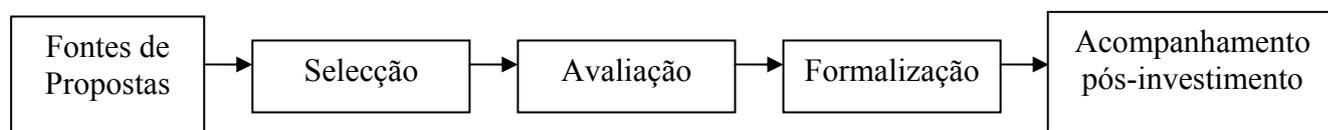
A maturidade destes investimentos, são de médio e longo prazo, pelo que o perfil dos investidores tem que se coadunar com essas características. Os bancos, companhias de seguros, fundos de pensões, investidores privados com grande património, e institucionais, normalmente constituem a tipologia dos investidores.

De acordo com Bentes (1997) na generalidade existem duas grandes tendências. Enquanto que na Europa Ocidental, os fundos são de origem mista (Privados e Públicos), no Reino Unido e EUA, a predominância da origem dos fundos pertence aos investidores privados.

### 4.5. Processo de Investimento

Como já referido, o investimento via Capital de Risco é uma parceria temporária (que pode demorar entre três e 10 anos), na qual o investidor partilha riscos relacionados com o negócio, e que a sua rentabilidade dependerá da performance da empresa. Os investidores procurarão aplicar os seus fundos em empresas que lhes pareçam, à partida, ter melhores condições de evolução e valorização, para que, mais tarde, aquando da alienação da participação, possam obter um retorno significativo (Pimentel, 1995).

Este processo de investimento é complexo e moroso. Seguidamente apresenta-se as diversas etapas que constituem a análise e selecção das propostas/projectos. Os passos a seguir foram esquematizados por Tyebjee e Bruno (1984), que elaboraram o seguinte modelo de decisão:



**Figura 1 – Modelo de Decisão**

#### i) Fontes:

Dum modo geral, em quase todos os países, as SCR têm uma postura pouco agressiva na procura de oportunidades de investimento. A maioria das propostas chega às SCR por intermédio de outros agentes ou por iniciativa dos próprios empreendedores (Rodrigues, 1994). Esses agentes são os bancos, advogados, auditores e consultores, que estão directamente ligados aos empreendedores que necessitam do capital e dão conhecimento às SCR.

#### ii) Selecção:

Torna-se necessário nesta fase, fazer uma pré-selecção das empresas empreendedoras. É crucial um plano de negócios estar bem elaborado, de forma a que o investidor possa obter resposta a cinco questões básicas (Banha, 2000):

- Qual a actividade?
- Qual o posicionamento face à concorrência?

- Qual o perfil da equipa de gestão?
- Qual o volume de negócios previsto a três/cinco anos?
- Qual o montante de capital necessário?

Com base no sumário executivo – composto pelas duas a três primeiras páginas do plano de negócios, que funciona como uma fotografia de todo o projecto, o investidor de risco avalia o interesse numa análise mais aprofundada, o texto deve ser claro e fortemente persuasivo, equilibrando argumentos típicos de “vendas” com realismo, de modo a convencer (IAPMEI e APCRI, 1999). Dada a morosidade do processo de selecção e dos custos do mesmo, os critérios de escolha são rigorosos.

As propostas aprovadas nesta primeira fase serão agora analisadas de uma forma mais exhaustiva e detalhada, começando-se por uma análise técnica e económica. O empreendedor por norma é convidado a apresentar as características mais importantes do seu projecto e as linhas gerais do plano de negócios.

### iii) Avaliação:

As propostas pré-seleccionadas, são analisadas de maneira mais detalhada, sendo seleccionadas as que têm o melhor binómio risco/rentabilidade. Tem início, de imediato, a fase de *due diligence* - medida de prudência que legitimamente se pode esperar de determinado sujeito tendo em conta um conjunto de circunstâncias (Banha, 2000), determinando ou não a participação do investidor de risco na empresa. Esta decisão fica assim dependente da análise quantitativa e qualitativa que se irá iniciar de seguida.

- Abordagem Financeira:

De modo a mitigar os riscos e incertezas inerentes a projectos de investimento, são utilizados uma série de critérios: o VAL, a TIR, o *Payback* (complementar às duas primeiras), análise sectorial, de sensibilidade e o método de ajustamento das taxas de desconto.

A quantificação do valor do projecto ou da empresa, é determinante, na medida em que dela vai depender a quota-parte de participação da SCR. É neste ponto que surgem as divergências entre o empresário e a SCR, já que é objectivo do promotor, a obtenção da maior fatia de capital com a menor participação do Capital Social da empresa. Ser agora dado ênfase à análise qualitativa.

- Óptica Qualitativa:

A par da análise económico-financeira, os projectos deverão ser analisados com base nos seguintes pontos (Roquette, 1995):

- Avaliação da qualidade do plano de negócios:

Para Banha (2000), o plano de negócios é um documento que permite, por um lado, ao empreendedor, atingir o seu grande objectivo – angariar o capital necessário ao seu negócio, por outro lado, aos investidores, possuírem uma ferramenta útil na análise de oportunidades de investimento.

Para Roquette (1995) o plano funciona como um cartão de visita, cujo conteúdo e a forma, bem como o modo em que é exposto no contacto inicial, podem ser vistos como os primeiros sinais do potencial de cada iniciativa.

Importa também aferir o grau de objectividade com que é definida a missão da empresa, o pormenor com que é descrito o produto/serviço idealizado, a relevância e consistência das informações de mercado apresentadas (conhecimento de clientes, fornecedores e concorrentes), o domínio da tecnologia envolvida, a identificação dos vários responsáveis da equipa de gestão e das suas competências específicas, e a coerência das projecções elaboradas do plano (Roquette, 1995).

- Identificação dos riscos e viabilidade do projecto:

Procura-se averiguar os factores críticos de sucesso do projecto e aferir a estabilidade dos mesmos. Segundo Roquette (1995) para um projecto *start-up*, o analista costuma identificar quatro riscos potenciais: risco de desenvolvimento, risco comercial, risco de gestão, risco de crescimento.

Os dois primeiros riscos, são da responsabilidade dos promotores, A resposta a estes dois primeiros tipos de risco ficará, em princípio, a cargo dos promotores. Se existir a necessidade dos investidores intervirem nessas áreas, será um forte indício de vulnerabilidade do negócio, pois tais situações exigem consumos de tempo e de recursos financeiros que, apesar de não contabilizados, implicam desgaste na capacidade financeira e na estrutura do investidor de risco. As SCR apenas deverão aceitar o risco de gestão, isto numa perspectiva *hands-on*, visto terem competências específicas nessa área, na qual a sua intervenção poderá trazer mais-valias.

- Viabilidade do Projecto:

A viabilidade de um projecto deve ser comprovada pela sua razão de ser, o plano apresentado deverá conseguir colmatar a necessidade identificada. Para Roquette (1995), o investidor de risco deve avaliar a originalidade e solidez, e a relevância do “problema” que o projecto deve resolver.

- Auditar as capacidades dos promotores e equipa de gestão:

A qualidade da equipa de gestão é outro factor que influencia a decisão final de investimento (Wrigley, 1995).

Na opinião de Banha (2000), cada SCR tem os seus próprios métodos de avaliação, desenvolvidos a partir do know-how existente, com o objectivo de detectar mais cedo as capacidades do promotor, em termos de esforço, risco e liderança. Para Roquette (1995) não basta apostar numa ideia, por mais original e inovadora que seja, devendo ter-se em conta a equipa de gestão, as suas motivações, personalidade e o percurso profissional dos empreendedores. Contudo, não é suficiente os operadores procederem apenas a um estudo de viabilidade económico-financeira do projecto e das características dos promotores, sendo necessário realizar uma análise global da consistência de toda a operação, incluindo a sua rentabilidade futura e da perspectiva de relacionamento com os gestores da empresa (Bentes, S., 1997 e Zopounidis, 1990).

#### iv) Formalização do contrato

Após a tomada de decisão de participação na empresa tem início uma nova fase – a negociação – e que depois de concluída dará origem à celebração de um contrato, estabelecendo claramente os interesses das partes envolvidas.

O processo de negociações é bastante complexo, por isso, os empreendedores devem ter em atenção, os termos e condições que as entidades investidoras exigem, sob pena de não efectuarem concessões que futuramente poderão levar a conflitos (Banha, 2000). Apesar das partes procurarem objectivos próprios e por vezes divergentes, o intervalo de negociação deve ser suficientemente amplos para que se possa chegar a acordo (Esperança, 1995). Destas negociações resultam os acordos parassociais, que vão disciplinar as relações futuras entre o investidor de risco e os empreendedores. Como qualquer contrato, os aspectos abrangidos são de natureza legal, e fazem referência a diversos aspectos, tais como: termos de entrada e saída, permanência, transmissão de participações, distribuição de lucros, consequências do incumprimento do acordo parassocial, definição dos princípios orientadores da política

empresarial a ser adoptada, apoio financeiro e técnico a facultar à gestão da empresa, entre outros aspectos de ordem jurídica (IAPMEI e APCRI, 1999).

Apesar da sua forte ligação ao contrato de sociedade, o acordo parassocial é autónomo relativamente a este, apenas produz efeitos entre os seus intervenientes e não tem qualquer eficácia em relação à sociedade (Banha, 2000).

### v) Pós-Investimento

Esta é a fase que se segue à assinatura do contrato. O envolvimento na gestão é uma opção estratégica do investidor de risco e que está relacionada com o seu interesse em acrescentar ou não valor ao capital investido, designadas respectivamente por *hands-on* e *hands-off*, trata-se de uma fase de extrema importância.

Na postura de *hands-on*, o investidor de risco assume um papel activo na gestão, na medida em que participa activamente na condução do empreendimento, tanto ao nível estratégico como ao nível da gestão corrente, com o objectivo de potenciar todos os recursos e capacidades ao dispor da equipa de gestão (Soares, 1995), em contrapartida a empresa participada terá que pagar uma comissão de gestão, o chamado *Management Fee*. Porém, não é sua intenção intervir na gestão diária da empresa participada (Wrigley, 1995), apenas pretende influenciar as decisões que podem ter importância no futuro da empresa.

No lado oposto, encontramos a postura *hands-off*, em que o acompanhamento é baseado em informação de natureza financeira, técnica ou comercial. O investidor assume um papel passivo relativamente à gestão da empresa participada, em que a gestão fica a cargo da equipa empreendedora, não havendo grande envolvimento do investidor de risco até ao momento da saída.

### 4.6. Desinvestimento

Após um determinado período de tempo, o investidor de risco realizou a sua tarefa, em termos de investimento de capital, trabalho e de transmissão de experiência. Para Roquette (1995), não se trata de um abandono, mas do reconhecimento que a missão foi cumprida, devendo desinvestir de modo a poder apostar noutros projectos.

A participação tem uma duração média de três a sete anos, estando o momento de saída/desinvestimento dependente (APCRI, 2002):

- Do grau de desenvolvimento em que se encontrava a empresa no momento da entrada do Capital de Risco;

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

- Da envolvente externa – situação em que se encontra o sector de actividade da empresa e da própria evolução da economia;
- Do nível de êxito da gestão.

Entre as várias opções de saída destacam-se as seguintes (IAPMEI 1999, e APCRI, 2002):

- A recompra (*buy back*) - venda da participação aos promotores, tanto de forma espontânea como pré-negociada no momento do investimento, sendo as variantes mais comuns o *Management Buy-Out* (MBO) e acordos de recompra (geralmente através de contratos-promessa, mas também opções *call* e *put*);
- A venda a terceiros - venda da participação quer a investidores tradicionais (*trade sale*), quer a outros investidores de Capital de Risco (*secondary buy-out*);
- A venda a instituições financeiras - é uma alternativa a considerar no momento da saída, embora ocorra com pouca frequência;
- A venda no mercado de capitais – através de uma Operação Pública de Venda (IPO - *Initial Public Offering*), particularmente quando o Capital de Risco assumiu a natureza de *bridge financing*. Esta é uma das formas preferidas de desinvestimento nos mercados mais desenvolvidos, principalmente se existir uma projecção das PME's no mercado bolsista;
- Liquidação da empresa - não é uma opção desejável, no entanto, apresenta-se como a última hipótese de saída para os investimentos mal sucedidos.

## 5. Vantagens da Intervenção do Capital de Risco nas Empresas

São reconhecidas inúmeras vantagens no recurso ao Capital de Risco, sendo de destacar as seguintes:

- Apoio a nível económico, financeiro e administrativo (o investidor de risco tem sempre por objectivo valorizar o negócio, se algo corre mal, irá trabalhar em conjunto com o seu parceiro de negócio para encontrar as melhores soluções, é um parceiro da empresa, que partilha os riscos do negócio e que contribui para a sua gestão e valorização, poderá prestar assistência à gestão como serviço adicional);
- Não exige o pagamento de encargos financeiros (o seu interesse principal é o cumprimento dos planos de pagamento e reembolso);
- Partilha o risco do negócio (a rentabilidade do Capital de Risco está dependente dos resultados do negócio; se o negócio for inviável, o Capital de Risco fica na mesma posição de qualquer outro sócio da empresa, pois não tem garantias especiais e a sua remuneração está dependente do sucesso da empresa);
- Não exige garantias reais ou pessoais para os empresários (quando surgem indícios de dificuldades, os financiadores tradicionais procurarão renegociar a dívida, impondo mais garantias ou precipitando o reembolso, para salvaguardarem a sua posição);
- Reduz o endividamento bancário com repercussão na diminuição dos encargos financeiros e conseqüente melhoria na rentabilidade das empresas (Martens, 1995);
- Aumenta a credibilidade junto dos *stakeholders* da empresa (todos aqueles que se relacionam com esta e têm um interesse directo ou indirecto na sua existência: clientes, fornecedores, accionistas, trabalhadores, bancos, Estado, etc.) (Soares, 1995);
- Incrementa contactos comerciais a nível nacional e internacional;

Apesar do acima referido, não podemos deixar de tomar em consideração alguns constrangimentos. As SCR têm vindo a ser divulgadas como “parceiros activos e construtivos”, prevalecendo a ideia de “um parceiro exigente e controlador”, esquecendo-se do contributo que é a experiência de gestão em situações empresariais difíceis (Roquette, 1995). Ainda segundo o mesmo autor, é necessário reforçar a filosofia básica das SCR, a pretensão de revender as suas participações, devolvendo aos promotores originais a sua autonomia. A falta de conhecimento por parte dos empreendedores dos vários tipos de Capital

de Risco, e de como devem vender/apresentar o seu projecto são outros dois factores apontados por Roquette (1995).

Para Soares (1995) “as principais vantagens do Capital de Risco decorrem do seu carácter de parceria no capital, no risco e na gestão, resultando num posicionamento de complementaridade e supletividade da liderança do promotor, potenciando as suas capacidades de gestão/empreendimento e a sua imagem/credibilidade junto dos sistemas empresarial e financeiro e do Estado”.

Para Banha (2002), as vantagens tornam-se mais relevantes para o empresário que tenha:

- Necessidade de crescer, mantendo a estabilidade e flexibilidade interna;
- Capacidade de endividamento muito limitada;
- Falta de capitais próprios;
- Vontade de desenvolver um negócio salvaguardando o controle do mesmo;
- Necessidade de planear a estratégia futura da empresa, sem afectar a gestão corrente.

Do ponto de vista financeiro, o Capital de Risco permite melhorar a estrutura financeira da empresa, diversificando a origem dos fundos e contribuindo para reduzir o seu risco financeiro. Ao contrário de um empréstimo bancário, uma intervenção de Capital de Risco implica também a assumpção do risco do negócio por parte do operador, à semelhança dos restantes sócios ou accionistas. A sua remuneração está dependente do sucesso da empresa, reflectida nas potenciais mais-valias a realizar no momento da saída. Com a ligação a um operador de Capital de Risco, um empreendedor vê assim salvaguardada a sua independência, podendo equilibrar a sua estrutura de capitais por via do reforço do nível de capitais próprios, beneficiando dos contactos institucionais do operador por via da sua intervenção na gestão (em regime executivo ou não), ganhando ainda credibilidade e força negocial junto das instituições financeiras para a angariação de capitais alheios (Sahlman, 1990 e Mull, 1994).

A intervenção do Capital de Risco numa empresa vem também esbater o típico problema de assimetria de informação com que as organizações (principalmente as de menor dimensão) se defrontam no seu dia-a-dia (Smith & Smith, 2000). Este fenómeno faz-se sentir com maior intensidade a dois níveis: no que respeita à credibilidade transmitida para o exterior (o designado “efeito sinal”) e no que respeita à melhoria global do sistema de reporte de informação para o exterior (Black & Gilson, 1999 e Tavares, 2000). No caso do “efeito de

sinal”, convém ressaltar que, independentemente do tipo de operação de Capital de Risco concretizada, a entrada destes investidores no capital das empresas confere-lhes uma imagem de credibilidade, ou seja, a relação de parceria que se desenvolve entre a empresa e o operador de Capital de Risco, apesar de contribuir para resolver problemas relacionados com o forte nível de incerteza comum nestes investimentos, traz credibilidade e confiança aos projectos. No segundo caso, a intervenção de Capital de Risco numa empresa implica uma melhoria global do reporte de informação, tornando-a acima de tudo mais transparente e confiável (Barry et al, 1990 e Mull, 1994).

Por outro lado, a intervenção de Capital de Risco numa empresa vem alterar algumas das suas premissas, em particular no que concerne à sua cultura organizacional. Destaca-se assim por um lado, a acção pedagógica necessária por parte do operador no sentido da empresa assegurar um adequado reporte de informação, e por outro lado, a existência de procedimentos internos ajustados aos seus objectivos de acompanhamento, quer seja ele do tipo *hands-on* ou *hands-off*. De um modo geral, independentemente da dimensão da empresa participada, a entrada de um operador de Capital de Risco no seu capital implica uma alteração ao seu modelo de governação, com particular incidência a vários níveis: na entrada de um representante do operador nos órgãos sociais da empresa, se aplicável, em regime executivo ou não, na articulação das regras de aprovação de assuntos relevantes para a vida da empresa em sede de Assembleia Geral, associadas às cláusulas especiais de protecção do investidor minoritário introduzidas no acordo parassocial e na adequação do modelo de reporte de informação da empresa e dos seus procedimentos internos às exigências do novo sócio/accionista, também em conformidade com o disposto no acordo parassocial sobre esta matéria (Wasserman, 2000).

## **6. Capital de Risco em Portugal**

Em Portugal, a actividade de Capital de Risco é relativamente recente. O seu efectivo arranque deu-se em 1989, tanto ao nível do número de Sociedades de Capital de Risco (SCR) em funcionamento, como ao nível dos fundos disponíveis para investir (Tomé, 1995). Porém, algumas dessas SCR foram criadas apenas para beneficiarem dos incentivos fiscais disponíveis e da possibilidade de pedirem crédito bancário (Monitor Company, 1994).

A necessidade de modernização do tecido empresarial português, bem como a resolução da insuficiência de capitais próprios com que se deparavam a maior parte das PME's deu origem à criação da indústria de Capital de Risco em Portugal, em 1986, com a publicação de legislação específica, a sua criação também é justificada pelo facto de potenciar o desenvolvimento de novos projectos e pela necessidade das empresas obterem financiamentos alternativos e complementares ao crédito bancário.

Contudo, o Capital de Risco esteve quase sempre associado à recuperação de empresas em dificuldade, colmatando as tradicionais dificuldades das PME's, contrariando a filosofia base deste instrumento. A sua imagem ficou desde o início marcada pela perversão dos seus objectivos e, pior, no caso de origem pública, pela noção de “hospital de empresas” e de dinheiro a fundo (quase) perdido (Sampaio, 2005). Consequentemente, a indústria ainda se encontra dominada pelo Estado e pela Banca. Uma constatação unânime, quer dos operadores, quer das empresas beneficiárias ou potencialmente O impacto da participação do Capital de Risco na rentabilidade das empresas beneficiárias deste instrumento financeiro é a de que o mercado de Capital de Risco não se desenvolveu o suficiente, ao ponto de constituir uma fonte eficiente de financiamento (Tavares, 2000; Esperança et al, 1999).

É consensual entre os especialistas desta área 3 fases marcantes da indústria de Capital de Risco: de 1986 a 1991, de 1992 a 1998 e de 1999 até aos dias hoje.

### **6.1. As Três Fases do Capital de Risco em Portugal**

#### **i) Fase de 1986 a 1991**

A necessidade de colmatar a insuficiência de Capitais Próprios com que as PME's se debatiam (e ainda debatem), o aparecimento de novas actividades na área dos serviços e indústrias de ponta, e a importância das PME's no seio empresarial conjugado com o aumento dos Fundos Europeus (que impregnou maior dinamismo ao sector secundário e terciário da economia nacional), fez surgir em 1986 a primeira regulamentação sobre Capital de Risco em

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Portugal, nasce a primeira empresa associada a este sector, e é apoiada a primeira operação nesse ano. Assistimos até 1991 ao aparecimento de mais SCR e de mais operações. No entanto, foi desvirtuada a lógica original da indústria do Capital de Risco, já que se assistiu à sua utilização para a recuperação de empresas com dificuldades. Em 1989 verifica-se um crescimento de fundos disponíveis de 5 para 27 milhões de contos.

### ii) Fase de 1992 a 1998

Após a 1ª fase de algum crescimento, verificou-se um abrandamento do investimento, e redução do número de SCR. Esta fase é explicada, por um aumento da concentração do sector financeiro, operações de privatização, e dificuldade na alienação de participações das empresas no mercado. Adicionalmente podemos referir a continuação da utilização das SCR como canal de escoamento de liquidez para algumas empresas (alternativa ao financiamento bancário) que do ponto de vista do *due diligence* seriam questionáveis, na medida em que muitas decisões foram essencialmente políticas. Em 1992, as SCR puderam gerir fundos de investimentos, (FCR e FRIE) verificando-se por isso o aumento do volume de fundos afectos à actividade do Capital de Risco, incremento de 28,2 milhões de contos, perfazendo um total de 77,7 milhões de contos em 1998.

### iii) Fase de 1999 até à actualidade

A partir de 1999, assistimos à alavancagem da economia nacional via fundos europeus e ao seu conseqüente desenvolvimento e crescimento. O número de SCR estabilizou, tendo aumentado nos últimos anos. Assistimos ao relançamento do Capital de Risco, principalmente no sector tecnológico, factor intimamente ligado ao novo paradigma da comunicação, a internet, e à expansão das empresas ligadas às novas tecnologias. Surgem novas oportunidades de apoiar empresas que pelas características deste novo paradigma, tinham poucas hipóteses de conseguirem financiamento bancário (todos nós sabemos que o património intelectual, e o conhecimento não constituem garantias para empréstimos, numa banca que na altura ainda estava pouco agilizada para apoiar projectos inovadores, apoiando mais facilmente grandes proprietários do que jovens empreendedores). O número de desinvestimentos aumentou exponencialmente desde 2001 até 2003, respectivamente 61 e 129, e os montantes desinvestidos reduziram de 89.543€ para 74.578€. Verifica-se uma desconcentração dos investimentos dos operadores, e a entrada de novos *Corporate Ventures* (ex. Sonae.com, Novabase Capital, etc).

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Actualmente as sociedades de Capital de Risco em Portugal podem ser divididas em públicas e privadas, as SCR públicas são apoiadas pelo Estado e têm como principal função apoiar sectores considerado menos apetecíveis pelas entidades privadas (como a agricultura), actualmente das sociedades de Capital de Risco de cariz público em actividade no nosso país distinguem-se empresas como, a Inov Capital, recentemente reformulada ou a Aicep Capital Global. As SCR. privadas são regidas pelas leis de mercado e assim tendem apenas a apoiar sectores que consideram mais lucrativos, a Caixa Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A., a Espírito Santo Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A., a API CAPITAL – S.C.R., S.A. ou a BCP capital – S.C.R., SA são alguns exemplos de S.C.R. de cariz privado.

O aparecimento de *business angels*, tiveram um papel importante no apoio a *Seed Capital* e a *Start Up's*. No ano 2000, foi criado o primeiro Business Angels Club Português da Gesventure, em 2005 foram criadas Associações Regionais, como é o caso do Clube de Cascais, Invicta Angels, entre outros, e em 2007 foi criada a FNABA – Federação Nacional de Associações de Business Angels.

### 6.2. Análise do Triénio 2007, 2008 e 2009

Para flexibilizar, simplificar e, conseqüentemente, promover o incremento da actividade de Capital de Risco em Portugal foram introduzidas alterações significativas no regime jurídico do Capital de Risco, passando este a ser regulado pelo Decreto Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

O novo regime veio introduzir designadamente (CMVM, 2007):

- A eliminação da distinção entre fundos de Capital de Risco (FCR) com base no tipo de participante;
- O reconhecimento de Investidores em Capital de Risco (ICR) para acolher a figura conhecida por *business angels*;
- A redução do capital social mínimo para as sociedade de Capital de Risco (SCR) que se dediquem exclusivamente à gestão de FCR; e
- A consagração do registo prévio simplificado para as SCR, ICR e FCR, prevendo ainda em determinados casos, a mera comunicação prévia à CMVM.

Os montantes sob gestão das SCR e dos FCR (VLGF) atingiram 1.525 milhões de euros no final do ano, o que representa um acréscimo de 48,19% face ao ano anterior. O crescimento verificado foi de 53,73% nos FCR e de 25,38% nas SCR. As SCR nesse ano, canalizaram os seus investimentos maioritariamente em empresas classificadas no sector das

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

actividades imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas (33,18%). Este sector inclui predominantemente o investimento nas sociedades gestoras de participações sociais. De forma menos acentuada (17,28%), o investimento das SCR é realizado no sector das actividades financeiras, para o que contribuem os investimentos realizados em fundos de Capital de Risco.

No relatório da CMVM de 2008, é feita uma alusão ao papel que o Capital de Risco pode ter nas PME's, referindo que, embora não circunscrito ao apoio a empresas de pequena e média dimensão (PME), o Capital de Risco assume uma vocação muitas vezes direccionada para o financiamento deste tipo de empresas (CMVM, 2008).

Relativamente ao peso dos montantes sob gestão por sociedades de Capital de Risco e fundos de Capital de Risco situava-se no final de 2008 em cerca de 0,9% do PIB. Neste ano verificou-se uma redução dos montantes sob gestão face a 2007 de 3,5%.

Quanto ao relatório de 2009, verificou-se um acréscimo muito relevante de cerca de 230 milhões de euros, dos investimentos em participações no capital de empresas que se enquadram neste sector de actividade. Este facto é merecedor de realce, em particular num contexto de uma grave crise económico-financeira internacional ainda não debelada, cujos efeitos se têm feito sentir de forma severa no crescimento da economia nacional. Neste particular, o fomento da actividade de Capital de Risco assume especial relevância para o desenvolvimento da economia nacional (materializado em ganhos de produtividade e numa maior dinâmica do sector exportador). Recorde-se, por memória do relatório referente a 2008, que as empresas com menos de 250 trabalhadores (um dos critérios para a sua classificação como pequenas e médias empresas, que são um alvo prioritário do Capital de Risco) representavam 99,9% do número total de empresas existentes em Portugal, asseguravam 71,6% do volume de negócios e 80,7% dos empregos gerados pelo conjunto das empresas nacionais (CMVM,2009). Quanto ao acréscimo verificado em 2009, parte dele deve-se à transformação da FinPro SGPS em sociedade de Capital de Risco, a qual geria um valor próximo de 520 milhões de euros.

Relativamente aos montantes sob gestão verificou-se um crescimento acentuado que iremos ilustrar de seguida, pelos seguintes quadros:

Milhões €	2007		2008		2009	
	Montante	Nº	Montante	Nº	Montante	Nº
SCR	246,5	23	221,0	21	737,40	27
FCR	1.278,8	42	1.251,7	41	2.369,50	50
<b>Total</b>	<b>1.525,30</b>	<b>65</b>	<b>1.472,70</b>	<b>62</b>	<b>3.106,90</b>	<b>77</b>
<b>Variações</b>			-3,45	-4,62	110,97	24,19

Quadro N.º 1 – Montantes sob gestão e n.º de entidades, Fonte: CMVM (2007, 2008 e 2009)

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Pela análise do quadro, constatamos que os montantes sob gestão tiveram uma variação de 111% face a 2008, e que o número de entidades teve igualmente uma variação muito positiva.

Relativamente ao investimento por fases de desenvolvimento das empresas constatamos que a fase de expansão tem um peso que variou entre 33,78% em 2008 e 49,23% em 2009. Segundo o relatório da CMVM de 2009, as empresas objecto de intervenção “tratam-se neste caso de empresas que se encontram numa fase de elevado crescimento que requer a afectação de capital para aumentar a capacidade produtiva e comercial instaladas e o desenvolvimento de novos produtos. Como corolário, são também empresas que apostam na sua internacionalização mediante a presença em novos mercados, o que assume especial importância quando se tratem de empresas portuguesas, uma vez que ao potenciar as exportações da economia nacional contribuem decisivamente para um saldo mais favorável da Balança Comercial e em última instância para o crescimento do PIB.”(CMVM, 2009)

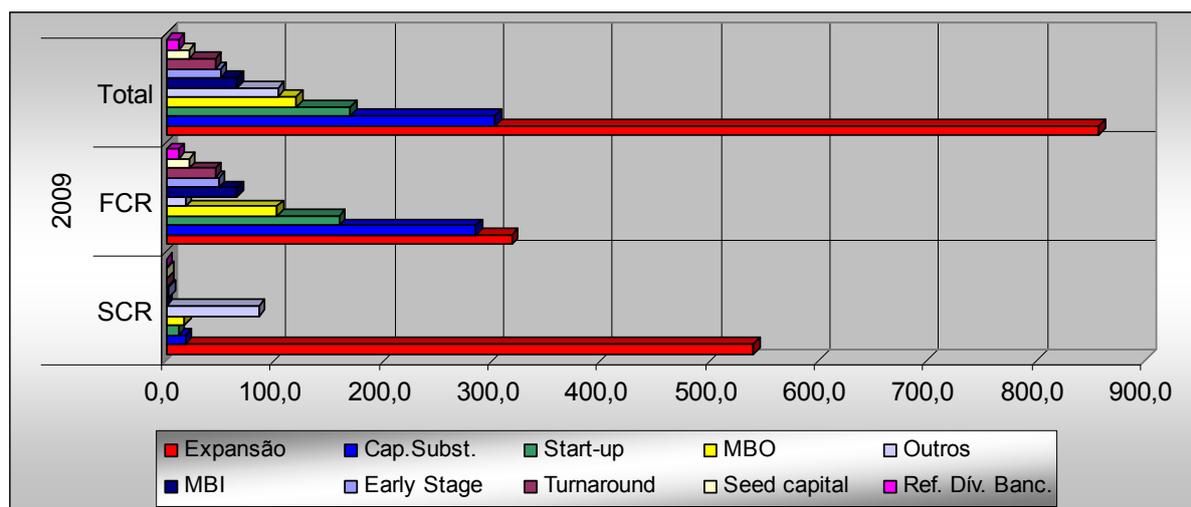
Em seguida as tipologias preferidas variam entre o Capital de Substituição e *Star-Up*'s. No quadro em baixo, podemos verificar em termos percentuais, a distribuição dos investimentos.

%	2007			2008			2009		
	SCR	FCR	Total	SCR	FCR	Total	SCR	FCR	Total
<b>Expansão</b>	33,37	41,08	39,39	33,00	33,96	33,78	80,19	29,73	49,23
<b>Cap.Subst.</b>	15,88	8,93	10,45	8,56	7,72	7,88	2,64	26,59	17,34
<b>Start-up</b>	7,43	28,51	23,90	7,02	26,23	22,62	1,62	14,83	9,73
<b>MBO</b>	11,02	7,03	7,91	10,40	16,11	15,04	2,52	9,54	6,83
<b>Outros</b>	30,26	3,09	9,03	34,19	2,61	8,55	12,65	1,62	5,88
<b>MBI</b>	0,00	3,42	2,67	0,00	5,01	4,07	0,00	6,10	3,74
<b>Early Stage</b>	0,84	3,61	3,00	6,18	3,70	4,17	0,30	4,47	2,86
<b>Turnaround</b>	1,20	1,01	1,05	0,65	1,06	0,98	0,04	4,18	2,58
<b>Seed capital</b>	0,00	2,30	1,80	0,00	3,12	2,54	0,03	1,92	1,19
<b>Ref. Dív. Banc.</b>	0,00	1,02	0,80	0,00	0,47	0,38	0,00	1,02	0,63
<b>Total</b>	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

**Quadro N.º 2-** Distribuição em percentagem do investimento em 2007,2008 e 2009, Fonte: CMVM

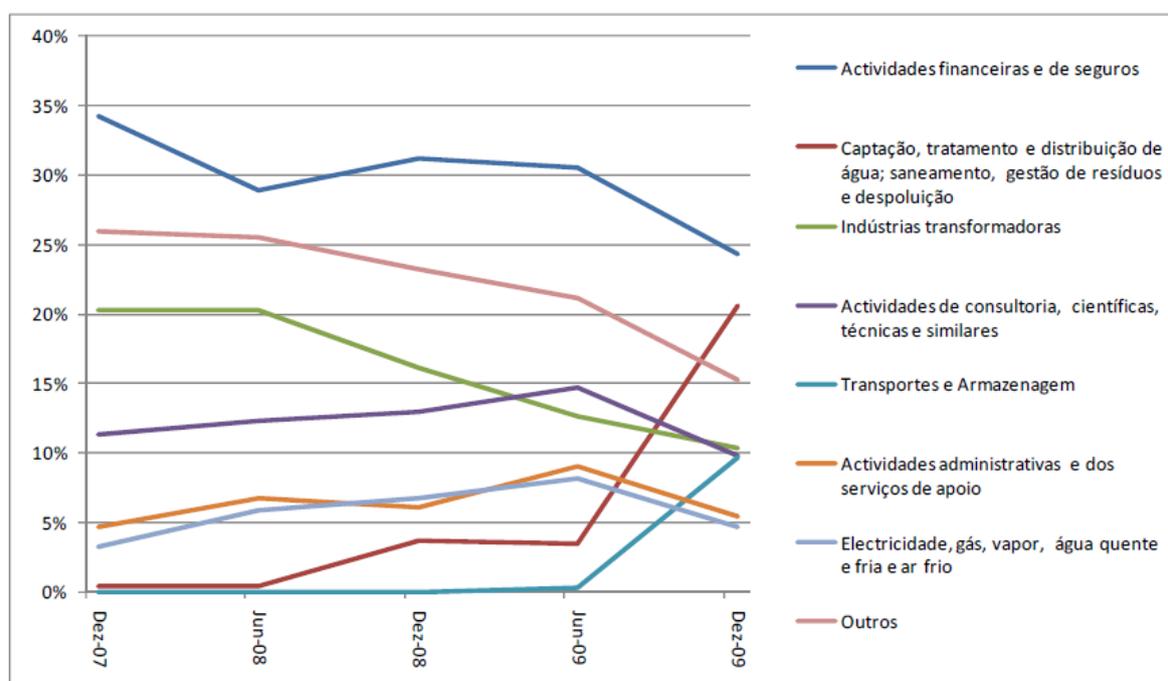
Os montantes investidos atingem mais de 1.700 milhões de Euros, um valor superior aos montantes sob gestão em 2007. Em seguida, apresenta-se um gráfico com a distribuição desse investimento.

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER



**Gráfico N.º 1** – Montante de Investimento das SCR e FCR em 2009, por estágios das empresas, Fonte: CMVM, 2009 (valores em milhares de euros)

Relativamente à evolução dos sectores de actividade investidos verifica-se uma quebra generalizada de vários sectores, com excepção do sector dos Transportes e Armazenagem e Captação, tratamento, e distribuição de água, gestão de resíduos e despoluição. Ainda assim, o sector relacionado com as actividades financeiras e de seguros manteve a liderança do investimento.



**Gráfico N.º 2** - Evolução dos Investimentos por Sectores de Actividade Predominantes, Fonte: CMVM (2009)

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Em termos de dimensão dos investimentos segundo o relatório da CMVM, o investimento médio em empresas em fase de expansão é de 3,7 milhões euros, e através de capital de substituição é cerca de 5,2 milhões de euros. Relativamente às empresas em fase de arranque o investimento médio é de meio milhão de euros, e por último no que diz respeito aos MBO's a média de investimentos foi de 1,7 milhões de euros.

Quanto às estratégias de desinvestimento, as mais utilizadas pelo Capital de Risco foram a alienação das participações à equipa de gestão ou aos anteriores accionistas e os contratos de venda a prazo anteriormente estabelecidos. Estas duas estratégias representaram cerca de 83% do número de transacções e cerca de 93% do valor das vendas efectuadas pelo Capital de Risco durante o ano de 2009.

Segundo a APCRI (2009), a indústria de Capital de Risco em Portugal ao longo dos últimos 3 anos pautou-se pelos seguintes factores relevantes:

- Estagnação na actividade de *fund-raising* em Portugal e consequente manutenção dos fundos sob gestão;
- Evolução crescente do portfolio das SCR a operar no mercado, com o consequente aumento do valor das carteiras sob gestão;
- Estagnação do número de operadores a actuar na indústria;
- Aumento do valor médio do investimento e de desinvestimento por empresa participada;
- Crescente investimento em fases *early stage*, fruto da recente proliferação de iniciativas de fomento ao empreendedorismo e ao surgimento formal dos *business angels* organizados no nosso país;
- Crescente importância dos fundos de fundos no financiamento da indústria (87% do total angariado em 2008), em contraste com o verificado em anos anteriores, em que a banca e o sector público assumiam principal destaque, sendo essa tendência acompanhada pelos fundos de pensões.

## **7. Caracterização e Importância das PME's**

As PME's, constituem o grande propulsor de um país. Em Portugal, existem cerca de 300 mil PME's, que em termos percentuais representam 99% do número total de empresas, sendo responsáveis por mais de 2 milhões de empregos, o equivalente a 75% do emprego privado (IAPMEI, 2008). Dentro das PME's, as micro e pequenas são responsáveis por 1,5 milhões de empregos, ou seja, mais de metade do emprego privado (55,7%) e cerca de 170 mil milhões de euros de facturação.

### **7.1. Definição de PME**

Para a classificação das diferentes classes dimensionais de empresas são utilizados os critérios “n.º de efectivos” e “volume de negócios” definidos no Decreto-Lei n.º 372/2007. Isto significa que são classificadas como PME as empresas com menos de 250 trabalhadores cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros. De entre estas, e de forma mais detalhada, classificam-se como microempresas as unidades com menos de 10 trabalhadores e um volume de negócios inferior a 2 milhões de euros, como pequenas empresas aquelas que têm menos de 50 trabalhadores e um volume de negócios inferior a 10 milhões de euros, e as restantes como médias empresas. (IAPMEI, 2008)

### **7.2. Estatuto PME Líder**

O estatuto PME Líder assenta nos seguintes critérios:

- Empresas que assegurarem a condição de PME, de acordo com a Recomendação da Comunidade de 6 de Maio de 2003 (2003/361/CE), a ser comprovada através da certificação on-line em [www.iapmei.pt](http://www.iapmei.pt), que deve ser renovada anualmente até à data limite legal de apresentação de contas às Finanças, sob pena de caducidade automática;
- Situação regularizada perante a Administração Fiscal, a Segurança Social, o IAPMEI e o Turismo de Portugal;
- Foco em Pequenas e Médias Empresas que prossigam estratégias de crescimento e de reforço da sua base competitiva, seleccionadas através da superior capacidade de escrutínio e de uma ampla implantação no território nacional, pelos bancos protocolados. Excepcionalmente, o Estatuto PME Líder poderá ser atribuído a Micro Empresas que apresentem inovação de referência e com potencial de demonstração, ou no caso das empresas do Turismo, empresas com empreendimentos e/ou actividades inovadoras ou inseridos em imóveis de reconhecido valor patrimonial;

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

- Perfil de risco posicionado nos mais elevados níveis dos sistemas internos de notação de risco dos bancos protocolados, e cuja uniformização se processa por relações estabilizadas e formalizadas com as entidades do Sistema Nacional de Garantia Mútua;
- Empresas que, para além do superior perfil de rating, tenham pelo menos um exercício de actividade completo e que apresentem, com contas fechadas de 2009: (i) Crescimento do Volume de Negócios ou Resultados Líquidos Positivos e (ii) Autonomia financeira > 15% (Capitais Próprios/Activo Líquido) (IAPMEI, 2010).

Nota: No caso das empresas do Turismo o indicador Resultados Líquidos Positivos é substituído por Resultados Operacionais+Amortizações+Provisões+Reversões de amortizações e ajustamentos (EBITDA Positivo). O critério é válido por 1 ano.

Apesar de alguma controvérsia e politização genérica sobre as PME's Líder, oficialmente existem 5.336 PME's Líder (dados de 5 de Novembro de 2010), 55% das quais são exportadoras, com um volume de facturação que ultrapassa 25 mil milhões de euros (mais de 4 milhões relativos a exportações, um crescimento face a 2008 de 8%). Estas empresas empregam quase 200 mil pessoas, em termos médios cerca de 35 pessoas por empresa. Ao nível da sua distribuição geográfica destaca-se o Porto com 18%, Lisboa com 17%, Aveiro, Braga e Leira, respectivamente com 13%, 12% e 9%. Relativamente aos sectores de actividade, predominam 4 grandes sectores de actividade, comércio por grosso, construção, indústria alimentar e têxtil.

## 8. Estudo Empírico

O estudo empírico realizado, visa caracterizar as PME's Líder do Concelho de Loures, e aferir do potencial das mesmas para serem apoiadas pela Indústria do Capital de Risco. A razão de ser desta amostra deve-se pelo facto da localização das empresas objecto de estudo estarem na área de geográfica onde exerço as funções de gestor de cliente empresa.

Em primeiro lugar, deve-se ter como pressuposto de partida que a intervenção do Capital de Risco numa empresa representa um reforço dos seus capitais próprios, com naturais implicações ao nível da sua estrutura financeira. O capital próprio representa assim um recurso investido na empresa/projecto em troca da posse de uma parcela desta(e) e conseqüente partilha de risco. A proporção detida define o grau de controlo do investidor e a parcela de lucros que lhe cabe, após a determinação da percentagem a reter na empresa, a qual irá contribuir para a sua capacidade de auto financiamento, tudo isto definido no quadro de uma política pré-definida de distribuição de dividendos (Modigliani & Miller, 1958 e 1963).

A sua remuneração encontra-se indexada aos resultados da empresa/projecto, não existindo um mapa de serviço de dívida previamente acordado, como acontece com a maioria do capital alheio (Damodaran, 1999 e Opler et al, 1997). Torna-se assim, fundamental estudar alguns indicadores económico-financeiros, de funcionamento e técnicos, para chegarmos à conclusão que existe potencial de intervenção do Capital de Risco das Empresas podendo potenciar a sua performance.

A expurgação da amostra foi feita, através da listagem de PME's Líder existente no *site* do IAPMEI. Foram seleccionadas desta listagem 95 empresas, e a estas foram adicionadas mais 5 empresas que, por conhecimento pessoal, requereram este ano o estatuto de PME Líder, e perfeitamente enquadráveis neste estudo, obtendo-se assim uma amostra de 100 empresas.

Em seguida, foi consultado através de relatórios da COFACE, os dados destas empresas, nomeadamente Balanço, Demonstração de Resultados, características das empresas (empresa Exportadora, Forma Jurídica, Dimensão, Número de trabalhadores, e sector de actividade) e alguns indicadores financeiros. Desta forma, extraíram-se os seguintes elementos: Activo Circulante, Activo, Capital Próprio, Passivo, Passivo ML, Resultados Operacionais, Resultados Líquidos, Resultados Operacionais, Resultados Financeiro, Resultados Extraordinários, Volume de Negócios em 2009, Volume de Negócios em 2008, Capital Alheio Financeiro, Accionistas/Sócios – Passivo, Número de Trabalhadores, Taxa de

Exportação, Produtividade por Trabalhador, Meios Libertos Brutos, Rotação do Activo, e ainda em termos qualitativos, se as empresas são familiares, o sector de actividade, em termos de dimensão se são Micro empresas, e ao nível da estrutura jurídica se são sociedades por quotas.

Foram calculados os seguintes indicadores/rácios/valores: Passivo CP, Resultados Correntes, Resultados Antes de Impostos, IRC, Variação do Volume de Negócios 08 – 09, Fundo Maneyo, Necessidades de Fundo de Maneyo, Capital Investido (Capital Próprio+Capital Alheio Financeiro) (Carvalho das Neves, 2004), Tesouraria Líquida, Liquidez Geral, Autonomia Financeira, Rácio de Retorno sobre o Investimento (ROI), Rácio de Endividamento, Rácio Estrutura de Endividamento Curto Prazo, Rácio *Debt to Equity*, ROE, Rentabilidade Operacional das Vendas, Rentabilidade Líquida das Vendas, Rácio de Estrutura do Activo, RCCP (directo e modelo multiplicativo).

Em termos estatísticos foram calculados coeficientes de correlação entre variáveis independentes (Empresas Familiares, Micro Empresas, Sociedades por Quotas, Taxa de Exportação, Passivo MLP, Número de trabalhadores, Variação do Volume de Negócios entre 2008 e 2009, Passivo Financeiro, Tesouraria, Estrutura do Activo, Produtividade por Trabalhador e Empréstimos de sócios/accionistas) e construídos três modelos de regressão linear, utilizando as mesmas variáveis independentes e como variáveis dependentes (RCP, ROI, AF). Neste trabalho não figura o modelo de regressão sendo a variável dependente a Autonomia Financeira, na medida em que relativamente a esse modelo não se evidenciou qualquer relação linear.

Este tipo de análise é particularmente importante quando a relação envolve fenómenos de natureza quantitativa, a análise de correlação e a análise de regressão são dois instrumentos estatísticos adequados para analisar e medir essa relação. A análise de regressão, como instrumento mais completo que é, permite ainda determinar uma equação que descreve formalmente, e em termos médios, essa relação. As duas análises anteriores nada indicam sobre a relação causal que possa existir entre os fenómenos e pretendem apenas medir, com base na variação que os fenómenos apresentam, a relação estatística que entre eles se estabelece (Curto, 2006).

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

	Familiar	Micro	Quotas	x Exportaçã	Passivo ML	Nº Trab	Var VN	C.A. Fin	tesouraria Líqu	Estr Activo	Prod. p/ Trab.	Acc (Sócios)
Familiar	1											
Micro	-0,068	1										
Quotas	0,281	0,111	1									
Tx Exporta	-0,132	0,088	-0,136	1								
Passivo ML	-0,097	-0,105	-0,216	0,116	1							
Nº Trab	-0,046	-0,238	-0,332	0,012	0,391	1						
Var VN	-0,092	0,347	-0,083	<b>0,758</b>	-0,049	-0,134	1					
C.A. Fin	-0,119	-0,146	-0,343	0,162	<b>0,880</b>	0,439	-0,047	1				
Tesouraria	0,045	0,032	-0,009	0,009	-0,083	0,179	0,098	-0,390	1			
Estr Activo	0,163	-0,063	0,155	-0,150	0,293	0,045	-0,176	0,181	-0,125	1		
Prod. p/ Tr:	0,007	0,176	-0,337	0,225	0,079	-0,129	0,269	0,127	0,096	-0,046	1	
Acc (Sócio:	-0,152	0,251	0,013	-0,001	0,049	-0,106	-0,013	0,014	0,004	-0,131	0,082	1

### Quadro N.º 3 – Quadro das Correlações das Variáveis Independentes

Pela análise do quadro das correlações constata-se o seguinte:

- Correlações Positivas
  - $r = 0,758$  entre as variáveis Taxa de Exportação e Variação do Volume de Negócios da empresa entre 2008 e 2009, relação interessante numa conjuntura de estagnação do mercado interno, factor este que poderá ser relevante para uma SCR;
  - Correlação de 0,880 entre o Passivo de MLP e o Passivo Financeiro, significa que os grandes montantes de financiamento normalmente são para investimento, e conseqüentemente com maturidades mais longas;
  - Entre Passivo Financeiro e Nº Trabalhadores com  $r = 0,439$

Apesar de existirem variáveis não correlacionadas, não significa no geral, que sejam independentes. É importante não esquecer, que independência implica correlação zero, mas correlação nula não implica necessariamente independência (Hogg e Tanis, 1997).

- Correlações perto de zero, ou seja, não correlacionadas:
  - Micro Empresa e Empresa Familiar  $r = -0,068$ ;
  - Taxa de Exportação e Micro Empresa;
  - Passivo MLP e Empresa Familiar;
  - Nº Trabalhadores com Empresa Familiar e com Taxa de Exportação, temos a Produtividade por Trabalhador e o facto da empresa ser familiar;
  - Variação do Volume de Negócios entre 2008 e 2009 com Empresa Familiar, Sociedade por Quotas e Passivo MLP;
  - Passivo Financeiro com Variação do Volume de Negócios;
  - A Tesouraria Líquida apresenta na generalidade um coeficiente de correlação próximo de zero com as restantes variáveis, à excepção das variáveis Nº de Trabalhadores e Passivo Financeiro (no entanto não se observou uma correlação forte);

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

- A Estrutura do Activo, apresenta os seus valores mais perto de zero com as Micro Empresas e com N° Trabalhadores;
- A Produtividade dos Trabalhadores com Empresa Familiar, Passivo MLP, Tesouraria Líquida e Estrutura do Activo;
- Empréstimos de Sócios/Accionistas com Sociedade por Quotas, Taxa de Exportação, Passivo MLP, Variação do VN, Passivo Financeiro, Tesouraria Líquida e Produtividade dos Trabalhadores;

A correlação é negativa, quando as variáveis tendem a evoluir em sentido contrário, quando uma aumenta, a outra diminui e vice-versa (Curto, 2006).

- Coeficientes de Correlação próximos de -1, não se obtiveram resultados próximos da unidade:
  - O valor mais elevado foi de -0,390 para as variáveis Tesouraria e Passivo Financeiro;
  - Encontram-se ainda correlacionadas negativamente, N° de Trabalhadores e Micro Empresa ( $r = -0,238$ ) e Sociedade por Quotas ( $r = -0,332$ );
  - Passivo Financeiro, está negativamente correlacionado com Micro e Quotas, respectivamente com  $r = -0,146$  e  $r = -0,343$ ;
  - A Tesouraria Líquida está negativamente correlacionada com Passivo Financeiro das empresas, em -0,390;
  - Produtividade dos Trabalhadores com Quotas em -0,337

O modelo de regressão linear simples pretende descrever a relação entre a variável dependente e uma única variável explicativa. Contudo, muitos dos fenómenos da vida real podem ser influenciados por outros factores, tornando-se necessário um modelo que possa integrar mais do que uma variável explicativa (Curto, 2006).

Relativamente às duas regressões lineares efectuadas, o  $R^2$  com maior valor é o que tem como variável dependente o RCP, com um valor de 0,3341, seguido da regressão que tem como variável dependente o ROI, com 0,2964.

<i>Estadística de regressão</i>		<i>Estadística de regressão</i>	
R múltiplo	0,578091	R múltiplo	0,54444
Quadrado de R	0,334189	Quadrado de R	0,296415
Quadrado de R ajst	0,242353	Quadrado de R ajust	0,199368
Erro-padrão	12,40646	Erro-padrão	4,776638
Observações	100	Observações	100

**Quadro N.º 4 – Output da Estatística de Regressão do RCP e ROI**

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Significa isto, que 33,41% da RCP das empresas estudadas são explicadas pela variação combinada das variáveis independentes consideradas (Empresas Familiares, Micro Empresas, Sociedades por Quotas, Taxa de Exportação, Passivo MLP, Número de trabalhadores, Variação do Volume de Negócios entre 2008 e 2009, Passivo Financeiro, Tesouraria, Estrutura do Activo, Produtividade por Trabalhador e Empréstimos de sócios/accionistas).

As tabelas seguintes apresentam os valores dos coeficientes associados às variáveis independentes (os estandardizados ou  $\beta$ 's), assim como os valores das estatísticas de teste  $t$  e os níveis de significância que lhes estão associados. No modelo em análise, verificamos que para todas as variáveis independentes não se rejeita que o  $\beta$  seja nulo, visto os níveis de significância associados às estatísticas  $t$  serem todos superiores a 5%.

	Coeficiente	Erro-padrão	Stat t	valor P	95% inferior	95% superior	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Interceptar RCP	8,239636	5,799337	1,420789	0,158952	-3,287174321	19,7664472	-3,287174321	19,76644723
Familiar	-5,13275	2,761784	-1,85849	0,066481	-10,62209174	0,35659729	-10,62209174	0,356597291
Micro	0,337243	4,922755	0,068507	0,945539	-9,447265268	10,1217507	-9,447265268	10,12175066
Quotas	1,466371	3,328578	0,44054	0,660639	-5,149538241	8,08227963	-5,149538241	8,082279634
Tx Exportação	0,119247	0,11649	1,023666	0,308831	-0,11228989	0,35078429	-0,11228989	0,350784289
Passivo ML	2,43E-06	2,98E-06	0,817255	0,416015	-3,48679E-06	8,3564E-06	-3,48679E-06	8,35643E-06
Nº Trab	0,0166	0,041038	0,404509	0,686831	-0,064967392	0,09816797	-0,064967392	0,098167974
Var VN	-0,01633	0,017754	-0,919536	0,360358	-0,051613332	0,01896252	-0,051613332	0,018962518
C.A. Fin	-3,3E-06	2,69E-06	-1,22234	0,224881	-8,63448E-06	2,0585E-06	-8,63448E-06	2,05851E-06
Tesouraria Líquid	-1,3E-06	1,78E-06	-0,715012	0,476516	-4,80436E-06	2,2623E-06	-4,80436E-06	2,26226E-06
Estr Activo	-0,19272	0,08026	-2,401249	<b>0,018469</b>	-0,352250321	-0,0331989	-0,352250321	-0,03319887
Prod. p/ Trab.	6,264481	2,25313	2,780347	<b>0,006655</b>	1,786142303	10,7428201	1,786142303	10,74282009
Acc (Sócios)	5,14E-05	1,57E-05	3,284146	<b>0,001475</b>	2,03074E-05	8,257E-05	2,03074E-05	8,25703E-05

### Quadro N.º 5 – Output da Regressão Linear – Variável Dependente RCP

	Coeficientes	Erro-padrão	Stat t	valor P	95% inferior	95% superior	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Interceptar ROI	1,470304	2,2328147	0,658498	0,511957	-2,96765684	5,908265125	-2,96765684	5,908265125
Familiar	-1,50157	1,0633201	-1,412152	0,161472	-3,61503362	0,611893892	-3,615033618	0,611893892
Micro	-1,548502	1,8953199	-0,817014	0,416152	-5,31565552	2,21865131	-5,315655518	2,21865131
Quotas	0,532703	1,2815426	0,415673	0,678673	-2,01450155	3,079907703	-2,014501547	3,079907703
Tx Exportação	0,021339	0,0448502	0,475776	0,635426	-0,06780593	0,110483206	-0,06780593	0,110483206
Passivo ML	-2,44E-08	1,147E-06	-0,021312	0,983046	-2,3043E-06	2,25545E-06	-2,30434E-06	2,25545E-06
Nº Trab	0,006632	0,0158002	0,419725	0,675721	-0,02477281	0,038036273	-0,024772808	0,038036273
Var VN	-0,001846	0,0068355	-0,270027	0,787779	-0,01543204	0,011740508	-0,015432044	0,011740508
C.A. Fin	-6,99E-07	1,036E-06	-0,674791	0,501598	-2,7573E-06	1,35962E-06	-2,75731E-06	1,35962E-06
Tesouraria Líquida	3E-07	6,844E-07	0,438422	0,662167	-1,0603E-06	1,66043E-06	-1,0603E-06	1,66043E-06
Estr Activo	-0,03569	0,0309011	-1,154988	0,251258	-0,09710974	0,025728905	-0,097109745	0,025728905
Prod. p/ Trab.	3,265486	0,867482	3,764327	<b>0,000303</b>	1,541272009	4,989700835	1,541272009	4,989700835
Acc (Sócios)	1,05E-05	6,03E-06	1,742841	0,084895	-1,476E-06	2,24959E-05	-1,47603E-06	2,24959E-05

### Quadro N.º 6 – Output da Regressão Linear – Variável Dependente ROI

Relativamente ao modelo de regressão linear entre o RCP e as variáveis explicativas de base, pode dizer-se que existe uma relação linear com as variáveis explicativas:

- Relação negativa com a Estrutura do Activo ( $p = 0,018$ ), o que poderá significar que um custos elevado em Activos Fixos poderá ter um impacto negativo com a rentabilidade, no entanto o valor do seu coeficiente não é elevado de -0,19;

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

- Relação Positiva com a Produtividade por Trabalhador ( $p = 0,006$ ), existindo um forte peso deste coeficiente;
- Relação Positiva com Empréstimos de Sócios ou Accionistas ( $p = 0,001$ ).

Quanto ao modelo de regressão linear entre o ROI e as variáveis explicativas de base, constata-se que:

- Existe uma relação linear positiva com a variável explicativa: Produtividade por Trabalhador ( $p = 0,0003$ ).

Segue-se a descrição em termos estatísticos e de outros indicadores desta amostra, de modo a tirar ilações que possam ser pertinentes para este trabalho, focando-nos fundamentalmente ao nível das Estrutura de Financiamento e Rentabilidade.

Já todos ouvimos falar dos ases financeiros que em poucos minutos conseguem analisar as contas de uma empresa e desvendar os seus segredos mais recônditos através dos rácios financeiros. No entanto, a verdade é que os rácios financeiros não são nenhuma bola de cristal. São apenas um instrumento prático para resumir um grande número de dados financeiros e para comparar o desempenho das empresas. Os rácios ajudam a fazer as perguntas certas; raramente fornecem as respostas (Brealey e Myers, 1998).

Caracterização em termos de número de trabalhadores, tipo de gestão, e forma jurídica pelo seguinte quadro:

Dimensão			Tipo Gestão		Forma Jurídica	
Micro	Pequena	Média	Familiares	Sociedades	Quotas	SA
10	89	1	60	40	64	36

**Quadro N.º 7** – Distribuição da amostra em termos de dimensão, tipo de gestão e forma jurídica

Ao nível do mercado para exportação, 63% das empresas estudadas são exportadoras, exportando em média 14% do total da sua facturação, mas no entanto, quase 21% dessas, têm uma taxa de exportação inferior a 1% da sua facturação.

Não interessa apenas conhecer o grau de endividamento mas também o modo como este se estrutura. Se o endividamento é, em determinada empresa, sobretudo de curto prazo, trará, certamente, maiores pressões à tesouraria do que se esse endividamento fosse sobretudo de longo prazo (Carvalho das Neves, 2004).

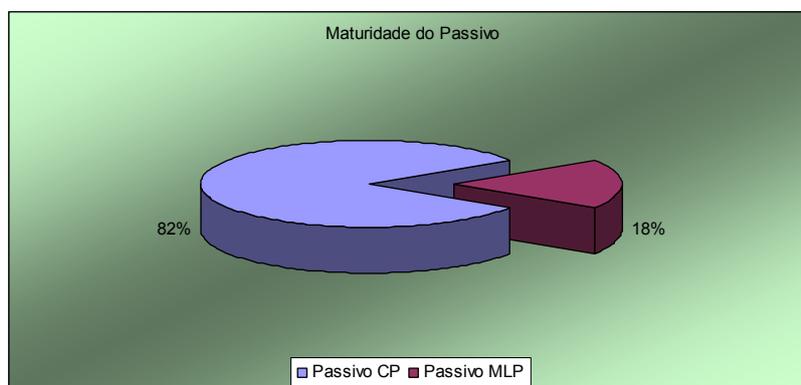
## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Assim, em seguida iremos analisar três rácios de financiamento, a Estrutura de Endividamento Curto Prazo, Rácio de Endividamento e o peso do Passivo de Curto Prazo no Capital Total.

<i>Estrutura Endividamento cp</i>		<i>Rácio de Endividamento</i>		<i>CACP no CT</i>	
Média	81,71945	Média	56,69727394	Média	45,3669558
Erro-padrão	2,346398	Erro-padrão	1,941220155	Erro-padrão	1,97851701
Mediana	92,76338	Mediana	60,96293771	Mediana	47,3636725
Moda	100	Moda	#N/D	Moda	#N/D
Desvio-padrão	23,46398	Desvio-padrão	19,41220155	Desvio-padrão	19,7851701
Variância da amostra	550,5582	Variância da amostra	376,8335689	Variância da ar	391,452956
Curtose	0,449603	Curtose	-0,167005349	Curtose	-0,8155269
Assimetria	-1,225462	Assimetria	-0,748125563	Assimetria	-0,1487761
Intervalo	89,46303	Intervalo	80,87185118	Intervalo	80,8718512
Mínimo	10,53697	Mínimo	2,688168401	Mínimo	2,6881684
Máximo	100	Máximo	83,56001958	Máximo	83,5600196
Soma	8171,945	Soma	5669,727394	Soma	4536,69558
Contagem	100	Contagem	100	Contagem	100
Nível de confiança(95,0%)	4,655762	Nível de confiança(95,0%)	3,851801838	Nível de confia	3,92580689

### Quadro N.º 8 - Estatística Descritiva da Estrutura Endividamento de Curto Prazo, Rácio de Endividamento e Percentagem do Passivo de Curto Prazo no Capital Total

O peso do Passivo é em média superior ao do Capital Próprio, contribuindo com 56.70% para a Estrutura de Financiamento das empresas. Este valor é nos dado através do rácio de Endividamento (Passivo Total/(Capital Próprio+Passivo), (Carvalho das Neves, 2004). Destaca-se a mediana que é de 61%. Esta problemática da falta de capitalização das empresas pode ser relevante para o rating de uma empresa e consequentemente para o custo do Capital Alheio, aumentando a estrutura de custos da empresa, tornando-a menos competitiva. Nestes casos o Capital de Risco poderá constituir um veículo para o aumento da competitividade das empresas.



**Gráfico N.º 3 – Maturidade do Passivo**

A situação descrita no parágrafo anterior, tende a agravar-se se associarmos o Peso do Passivo de Curto Prazo na Estrutura de Financiamento (Capital Total) ou no Passivo Total.

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Foram assim calculados mais dois rácios. Assim, relação entre o Passivo de Curto prazo na Estrutura de Financiamento fixou-se em termos médios em 45,37%, e face ao Passivo Total a percentagem é de 81,72%, (aliás só 59% das empresas apresentam Passivo de Médio Longo Prazo, o que certamente não corresponderá à realidade), aqui destaca-se a moda que é de 100%. Relativamente a estes indicadores, poderão ter implicações ao nível da exigibilidade do Passivo com repercussões na sua Tesouraria Líquida, nomeadamente se os  $PMR > PMP$  e  $PMRE$ , levantando um sério problema ao nível das decisões estratégicas das empresas, na medida em que um aumento do endividamento poderá colocar este tipo de empresas em sérias dificuldades financeiras. É do conhecimento geral, que os prazos médios têm-se alongado, de acordo com European Payment Index, Portugal apresenta um quadro negro, 91% das empresas afirma terem atrasos de pagamentos, o Estado apresenta prazos médios de 141 dias, no caso das empresas, o atraso é de 88 dias (European Payment Index, 2010).

Neste sentido importa fazer uma análise à Tesouraria Líquida destas empresas, que em termos médios é positivo em 216.379€. No entanto, mais importante que o seu valor médio, é perceber nesta amostra quantas têm uma Tesouraria Líquida abaixo de 25.000€ (valor considerado, devido ao limite mínimo da linha de apoio ao abrigo do QREN o PME INVEST VI para reforço de fundo de maneiio). São cerca de 46 empresas, conclui-se assim que apesar de estarem contabilisticamente em equilíbrio financeiro, poderão estar no limiar de poder ter dificuldades de Tesouraria.

Tal como referido no capítulo 8, por Modigliani & Miller, a intervenção do Capital de Risco na empresa faz-se através do reforço do Capital Próprio, trazendo assim robustez às empresas apoiadas.

Em todo o caso, há indícios de que muitas vezes os contabilistas não levam em linha de conta a maturidade das operações que constituem o Passivo, classificando por exemplo todas as dívidas de financiamento em Curto Prazo, nomeadamente Leasings e empréstimos ao Investimento, vulgarmente chamados de Créditos de Médio Longo Prazo.

Analisando mais em detalhe a decomposição da estrutura do Passivo, verificamos que o Passivo Financeiro das empresas estudadas tem em média um peso de 34.79%, sendo o resto da distribuição feita pelos Fornecedores e Dívidas ao Estado, Accionistas/Sócios (41 empresas com entradas por parte dos sócios) e Outros Credores (nem sempre os valores que constituem esta rubrica são os mais correctos, como por exemplo dívidas a Locadoras) e os Acréscimos e Diferimentos. No que diz respeito à percentagem do Passivo Financeiro nos Capitais Totais, verifica-se uma percentagem perto dos 21%.

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

<u>Peso CA Fin no CA Total</u>		<u>Peso CA Fin Estrutura Fin</u>	
Média	34,79427	Média	20,80109
Erro-padrão	2,629195	Erro-padrão	1,769921
Mediana	33,66744	Mediana	18,04739
Moda	0	Moda	0
Desvio-padrão	26,29195	Desvio-padrão	17,69921
Variância da arr	691,2664	Variância da am	313,262
Curtose	-1,051463	Curtose	-0,673785
Assimetria	0,245636	Assimetria	0,574875
Intervalo	100	Intervalo	65,91349
Mínimo	0	Mínimo	0
Máximo	100	Máximo	65,91349
Soma	3479,427	Soma	2080,109
Contagem	100	Contagem	100
Nível de confiar	5,216892	Nível de confian	3,511907

**Quadro N.º 9** – Relatório de Estatística Descritiva Peso do Passivo Financeiro (Curto Prazo e Médio Longo Prazo) no Passivo Total e na Estrutura de Capitais (Capitais Próprio+Capital Alheio)

Foi feito o cálculo da percentagem dos Encargos Financeiros nos MLB, e o resultado foi de 14%, sem o efeito das Amortizações e Provisões este número subiria para 26%. Realçamos que 10% das empresas não estão alavancadas financeiramente em empréstimos. Concluimos pela análise deste parágrafo que estas empresas, são eficientes e que conseguem aparentemente fazer face ao serviço da dívida, podendo por isso serem empresas interessantes, neste aspecto para uma pareceria com uma SCR.

Como é óbvio, esta análise não pode ser feita independentemente da conjuntura económica. No geral, verificamos uma redução do volume de negócios de 2008 para 2009, uma quebra de 4,18%. Esta redução deve-se à conjuntura de estagnação do mercado interno, acentuando-se assim a necessidade de uma alteração nos mercados alvo, através da exportação. O peso da exportação no volume de negócios das empresas é ainda reduzido. A ameaça que paira sobre o mercado nacional, poderá ser vista para muitos empresários uma janela de oportunidade para se internacionalizarem. Tornando-se necessário dotar as empresas de uma estrutura mais profissional em que possa estar incluindo o Capital de Risco “*hands-on*”, tornando-se um apoio importante para o crescimento das empresas, e subsequente sobrevivência das mesmas.

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Esquemáticamente, apresentamos um balanço e uma Demonstração de Resultados de uma empresa PME Líder no Concelho de Loures:

Activo		CP+ Passivo	
Activo Fixo	26	Capital Próprio	45
Activo Circulante	74	Passivo MLP	13
		Passivo CP	42
Total do Activo	100	Total CP+Passivo	100

Custos		Proveitos	
C.Explor.	93	P. Explor.	100
CF	2	PF	
CE	0	PE	
IRC	2		
RAI	97		
RL	3		
TOTAL	100	TOTAL	100

**Quadros N.º10 e N.º 11** – Tipificação do Balanço e Demonstração de Resultados de uma PME Líder do Concelho de Loures, em termos percentuais

Ao nível dos chamados rácios de estrutura, a Autonomia Financeira (AF) da amostra é de 43,30%, no entanto verificam-se algumas observações com valores considerados baixos, o mínimo é de 16,44% e com o máximo de 97,31%. No entanto cerca de 10% das observações têm uma AF igual ou inferior a 21%

<i>Autonomia Financeira</i>		<i>RCP (ROE)</i>	
Média	43,30273	Média	14,80102
Erro-padrão	1,94122	Erro-padrão	1,425327
Mediana	39,03706	Mediana	10,59597
Moda	#N/D	Moda	#N/D
Desvio-padrão	19,4122	Desvio-padrão	14,25327
Variância da	376,8336	Variância da amostra	203,1558
Curtose	-0,167005	Curtose	3,424737
Assimetria	0,748126	Assimetria	1,480665
Intervalo	80,87185	Intervalo	90,4809
Mínimo	16,43998	Mínimo	-12,22668
Máximo	97,31183	Máximo	78,25423
Soma	4330,273	Soma	1480,102
Contagem	100	Contagem	100
Nível de con	3,851802	Nível de confiança(95,0%)	2,828159

### Quadro N.º 12 – Relatório de Estatística Descritiva do Rácio de Autonomia Financeira e RCP

Em termos médios o RCP da amostra é de 14,80%, o que poderá parecer interessante, mas no entanto, verifica-se que 48% destas empresas têm um RCP que não chega aos 2 dígitos (inferior a 10%). Verifica-se que a mediana é mais baixa que a média, fixando-se em 10,59%, ou seja metade das observações situação abaixo da média, e o Desvio Padrão de 14,26%. Aprofundou-se então a RCCP, tendo sido feita a decomposição do RCCP pelo modelo multiplicativo, incluindo os resultados extraordinários, e concluímos que em termos médios, tanto a área extraordinária com a área financeira têm um peso de 27% cada para a

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

rentabilidade das empresas que constituem a amostra. Assim, a área operacional tem um peso de 46%.

Relativamente ao Activo, foi calculado o rácio que mede a Rentabilidade do Activo, que é um rácio de avaliação do desempenho dos capitais totais investidos na empresa independentemente da sua origem (próprios ou alheios) (Carvalho das Neves, 2004), e em termos médios a rentabilidade do activo é de 8,98%. Relativamente ao ROI o seu valor fixou-se em 5,84%.

<i>ROI</i>	
Média	5,84483
Erro-padrão	0,533834
Mediana	4,552563
Moda	#N/D
Desvio-padrão	5,338336
Variância da amostra	28,49784
Curtose	0,663152
Assimetria	1,097084
Intervalo	24,98026
Mínimo	-3,34615
Máximo	21,63411
Soma	584,483
Contagem	100
Nível de confiança(95,0%)	1,059242

### **Quadro Nº. 13 – Relatório de Estatística Descritiva do ROI**

Quanto ao peso do Activo Fixo no investimento total, constatamos que o seu valor é de 22,20%.

Far-se-á em seguida uma síntese das conclusões deste estudo

## 9. Conclusões

Assim, em suma verifica-se:

Como factores de atractividade para o Capital de Risco sem dúvida que o RCP e ROI, são indicadores que devem ser considerados, na medida em que, quanto maior a rentabilidade das empresas, mais valias poderão obter, conforme referenciado no Capítulo 8 citando Damodaran, devem ser indicadores considerados. Foi elaborado então um modelo de regressão, que no fundo pretende descrever a relação entre a variável dependente e as variáveis explicativas (Curto, 2006):

- Os modelos elaborados em que a variável dependente expressam a rentabilidade (RCP e ROI), são modelos válidos com um nível de significância inferior a 5%, isto é explicado pela qualidade de variáveis explicativas inseridas no modelo;
- Verifica-se que existe uma relação linear positiva do RCP com a Produtividade dos Trabalhadores e Empréstimos de Sócios/Accionistas, e uma relação negativa com o peso do Imobilizado Corpóreo (Activo Fixo) na estrutura da empresa;
- Ao nível do ROI, a Produtividade por Trabalhador manteve-se como variável explicativa, através de uma relação linear positiva.

Conclui-se que o indicador de Produtividade por Trabalhador e Estrutura do Activo devem ser levados em linha de conta, na medida em que representam empresas competitivas, que podem ser elegíveis para a Capital de Risco.

Foi feito uma matriz de correlação com as várias variáveis independentes usadas nos modelos de regressão linear. Encontrando-se um aspecto interessante na performance das empresas, que foi o facto de existir uma correlação positiva entre a Taxa de Exportação e Média da Variação do Volume de Negócios das empresas da amostra entre 2008 e 2009,  $r = 0,758$ . O que poderá querer dizer, que as empresas que conseguiram direccionar as suas vendas para a exportação, obtiveram um maior crescimento ao nível da sua facturação. No entanto, verificou-se que em algumas observações a quebra da facturação era sinónimo de grande crescimento das exportações, o que indicia que muitas empresas estão a perder mercado em Portugal e procuram a novos mercados no exterior, mas com volumes ainda incipientes. Estes casos poderão ser interessantes o ponto de vista de uma Capital de Risco, no apoio a um projecto de internacionalização das empresas.

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

Existe uma forte correlação entre o Capital Alheio Financeiro e o peso do Passivo de Médio Longo Prazo ( $r=0,88$ ), podendo significar que grandes volumes de financiamento são alocados para investimentos, que como é óbvio têm maturidades superiores. No entanto o facto das empresas estarem em média pouco capitalizadas, resulta numa deterioração do seu *Rating* com o correspondente aumento dos custos de financiamento. Muitas vezes verifica-se que a própria estrutura da empresa não está preparada para um projecto de maior magnitude (por exemplo: forte investimento em Activos Fixos). Dada a natureza interventiva do Capital de Risco, um projecto deste tipo poderá ser melhor estruturado.

Tal como referenciado por Black & Gilson e Tavares no capítulo 5, o carácter de intervenção da Capital de Risco obtém a credibilidade do mercado, um efeito de sinal, que será certamente benéfico para a relação comercial com os diversos credores e Clientes, obtendo ganhos ao nível financeiro (Custo do Capital Alheios, Optimização da Tesouraria, e maior peso da negociação com os fornecedores).

Pela análise da estatística descritiva realizada aos vários indicadores financeiros conclui-se que existe um desequilíbrio na Estrutura do Passivo, mais de 80% do Passivo é de curto prazo, podendo por esta via, limitar os meios libertos para decisões estratégicas, este facto está intimamente ligado com a deterioração da Tesouraria, que apesar de ser positiva, revela no entanto algumas debilidades.

No geral, estas empresas estão pouco capitalizadas, em cerca de 50% das empresas o Capital Próprio tem um peso inferior a 40%. Este cenário pode ser um argumento para o Capital de Risco, capitalizando as empresas, melhorando-as quer ao nível quantitativo, quer ao nível qualitativo. Este facto pode ser ainda relacionado com o indicador de empréstimos de sócios e accionistas, que financiam a empresa mas não a capitalizam, provavelmente pela maior dificuldade em realizar o desinvestimento. Verifica-se que 8% das observações têm um peso de Empréstimos de Sócios/Accionistas superior a 50% do seu Passivo. Em termos absolutos são 3.157.233€, uma média de 31.572€ por empresa, ou seja, são sócios com Capital mas que por qualquer razão não capitalizam a empresa, não deixando no entanto de acreditar nela financiando-a.

O facto da banca em Portugal estar mais criteriosa na concessão de crédito, com *spreads* mais elevados e relacionados com os *ratings* das empresas, podem levar os empresários a preferir o Capital de Risco melhorando substancialmente as condições de aprovação de financiamento bancário, por duas vias:

- Melhoria do *rating*, através da capitalização;

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

- Credibilidade para o exterior, constituindo o Capital de Risco uma mais valia para a imagem da empresa em termos de gestão, fruto da abordagem hands-on, referenciada por Soares (1995), no Capítulo 4.5;

A existência de algumas ineficiências nestas empresas, que está explanada pelo cruzamento de alguns dados aqui expostos, poderá significar que existe um potencial de melhoria da capacidade produtiva, assim como os obstáculos inerentes à conjuntura actual, poderão trazer uma série de desafios e oportunidades que não estarão a ser bem exploradas. Neste sentido o Capital de Risco poderá ser um meio para tornar grandes as nossas PME's.

Assim, a Indústria do Capital de Risco, será uma boa alternativa, para fazer acontecer, para transformar, enriquecer, alterar a maneira de fazer negócio em Portugal, na medida em que existe potencial de entrada nas PME's Líder.

Ao nível de propostas para trabalhos futuros, sugerimos:

- Estrutura de Financiamento das PME's Líder, e potencial de intervenção do Capital de Risco, mas utilizando todo o universo, e não uma amostra;
- Estudo comparativo da performance económica e financeira das empresas que foram alvo de intervenção do Capital de Risco, analisando a sua estrutura antes e depois da intervenção.

## 10. Bibliografia

- APCRI, Guia Prático do Capital de Risco, <http://www.apcri.pt/node/492>
- APCRI (2005), International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, <http://www.apcri.pt/node/494>.
- APCRI (2002). Anuário 2002. [CD-ROM]. Lisboa: Associação Portuguesa de Capital de Risco.
- APCRI (2003), Estatísticas 2003, <http://www.apcri.pt/node/494>
- APCRI (2004), Estatísticas 2004, <http://www.apcri.pt/node/494>
- APCRI (2005), Estatísticas 2005, <http://www.apcri.pt/node/494>
- APCRI (2006), Estatísticas 2006, <http://www.apcri.pt/node/494>
- APCRI (2007), Estatísticas 2007, <http://www.apcri.pt/node/494>
- APCRI (2008), Estatísticas 2008, <http://www.apcri.pt/node/10>
- APCRI, (2009), Estatísticas 2009, <http://www.apcri.pt/node/10>
- APCRI, (2009), Estudo para a avaliação do impacto económico do Capital de Risco em Portugal, <http://www.apcri.pt/node/10>
- Aernoudt, R. (2005). Executive forum: Seven ways to stimulate business angels' investments. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7 (4), 359-371.
- Banha, F. (2000). *Capital de Risco: Os tempos estão a mudar*. Lisboa: Bertrand Editora.
- Banha, F. (2005a). O PSI 20 e as Corporate Ventures. Disponível em: <http://gesbanha.blogs.sapo.pt/arquivo/741888.html> (acedido em 07/09/2005).
- Bartlett, J. W. (1999). *Fundamentals of venture capital*. Lanham: Madison Books.
- Bottazzi, L. & Rin, M. (2002). Venture capital in Europe and the financing of innovative companies. *Economic Policy*, 17 (34), 229-269.
- Banha, Francisco (1998), “Capital de Risco, o Impacto da Fiscalidade”, *Vida Económica*.
- Barry, C.B; Muscarella C.J; Pevey, J.W.; Vetsuypens, M.R. (1990) “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence From the Going Public Process”, *Journal of Small Business Finance*, 27 (2), pg. 447 – 472.
- Barclay, Michael J.; Smith, Clifford. (1999) “The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n.º 1, pg. 8 – 20.
- Brealey&Myers (1998) “Principles of Corporate Finance”, 5th Edition, McGraw-Hill.
- Bygrave, W e Timmons, J., (1992), “Venture Capital at the Crossroads”, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Black, B.; Gilson, R. (1999), “Does Venture Capital Require an Active Stock Market”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, n.º 4, pg. 36 – 48.
- CMVM, Relatório sobre a Actividade do Capital de Risco, 2007, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatisticas/Capital%20de%20Risco/Pages/20100205aa.aspx>
- CMVM, Relatório sobre a Actividade do Capital de Risco, 2008, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatisticas/Capital%20de%20Risco/Pages/20100205aa.aspx>
- CMVM, Relatório sobre a Actividade do Capital de Risco, 2009, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatisticas/Capital%20de%20Risco/Pages/20100205aa.aspx>
- Comissão das Comunidades Europeias (2003). *Livro Verde: Espírito empresarial na europa*. Bruxelas: COM (2003), pág. 6
- Cornelius, B. (2005). The institutionalisation of venture capital. *Technovation*, 25 (6), 569-695.
- Cornelli, Francesca e Oved Y.,. (1997). *Stage Financing and the Role of Convertible Debt*. Unpublished Working Paper. London Buisness School and Tel Aviv University.

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

- Bentes, S. (1997), “O Capital de Risco em Portugal: Uma Actividade Emergente”, Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais, Instituto Superior das Ciências do Trabalho e da Empresa, Lisboa.
- Curto, José Dias (2006), Métodos Estatísticos e Económicos – Aplicações em Finanças e Contabilidade, ISCTE, Pág. 10, 12
- Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu Relativa à Implementação do Plano de Acção em Matéria de Capital de Risco (PACR) (1998).
- Damodaran, Aswath (1999) “Finance Innovations and Capital Structure Choices”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n.º 1, pg. 28 – 39.
- De Vos, Donnat; Joos, Peter; Manigart, Sophie (1994), “The Performance of Public Trading European
- Duarte, Pedro (2006), Capital de Risco – Análise da Indústria em Portugal
- Esperança, J. P. (1995). Rendibilidade, liquidez e o financiamento das PME’s. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 47-55.
- Esperança, J., Bentes, S., Simões, C., (1999), “Re-birth” of the Portuguese Venture Capital Industry”,
- EVCA (1994 - 2009), *EVCA Yearbook 1994*. Zaventem: European Private Equity and Venture Capital Association.
- EVCA (2000 - 2008), *EVCA Governing Principles*
- EVCA (2000 – 2008), *Reporting Guidelines*
- EVCA (2007), *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*
- Faria, Pedro Miguel (2009), *Capital de risco: análise comparativa à evolução do investimento em Portugal e na Europa*; ISCTE
- Ferreira, Esperança (2003) “O impacto da participação de Capital de Risco na rentabilidade das empresas” – Dissertação de Mestrado, UCP
- Ferreira, Rui (2003) *MBA Finanças UCP*
- Gompers, P., (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance* 50(5), 1461-1489.
- Gompers, Paul A., and Josh Lerner, 1999, *What Drives Venture Capital Fundraising?*, *Harvard Business School and Harvard Business School - Finance Unit Working Paper*.
- Gompers, P. & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 145-168.
- Intrum (2010), *European Payment Index*, [http://www.intrum.lt/doc/EPI\\_2010.pdf](http://www.intrum.lt/doc/EPI_2010.pdf)
- Hogg, Robert V. & Tanis Elliot A. (1999), *Probability and Statistical Inference*, Prentice Hall, pág. 570
- *Jornal de Negócios* (2010), *Publicação PME Líder*
- Kelly, P. & Hay, M. (2000). Deal-makers: reputation attracts quality. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2 (3), 183-202.
- Kerins Frank; Smith, Richard ; Smith, Janet (2001) “Opportunity Cost of Capital for Venture Capitalists and Entrepreneurs”, Peter F. Drucker Graduate School of Management.
- Lachmann, J. (1992). *Le seed capital: une nouvelle forme de capital-risque*. Paris: Ed. Economica.
- Martens, P. (1995). *O Capital de Risco em Portugal: Um sector em crise?*. Dissertação de Mestrado em Gestão. Lisboa: ISEG/UTL.
- Monitor Company (1994). *Construir vantagens competitivas em Portugal*. Porter, M (Dir.) Monitor Company, *Forum para a competitividade*, Lisboa.
- Mull, Rick H. (1994), “Venture Capital, Private Firms and the Capital Acquisition Process”, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 3, n.º 3, pg. 229 a 248.
- Neves, João Carvalho (2004) “Análise Financeira – Técnicas Fundamentais, Texto Editora, Capítulos 5, 12 e 13

## CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

- OCDE (1996). *Venture Capital and Innovation*. Paris: OCDE/GD (96) 168.
- Opler, Tim; Saron, Michael, Titman, Sherdman (1997), "Designing Capital Structring to Create Share Holder Value", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.10 n°1, pg. 8-20
- Pereira, C. (2005). Para quando uma rede nacional de business angels?  
[http://www.gesventure.pt/7encontro/conclusoes/rnacional\\_ba.pdf](http://www.gesventure.pt/7encontro/conclusoes/rnacional_ba.pdf)
- Pimentel, L. V. (1995). Capital de Risco e operações de reestruturação. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 61-69.
- Ribeiro, J. L. (1995). *Venture Capital*. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 11-15.
- Rodrigues, A. M. (1994). *Capital de Risco: Uma forma de apoio à actividade empresarial*. Dissertação de Mestrado em Economia Europeia. Coimbra: FEUC.
- Roquette, J. (1995). Aspectos práticos do Capital de Risco. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 79-90.
- Sweeting, R. C. e Wong, C. F., (1997). A UK Hands-off Venture Capital Firm and the Handling of Post-Investment Investor-Investee Relationships, *Journal of Management Studies* 34, 125-152.
- Sampaio, J. (2005). Discurso de SEXA PR por ocasião da apresentação pública da Associação "Aprender a Empreender".  
<http://www.presidencia republica.pt/pt/cgi/noticias.pl?ver=discursos&id=1353>
- Santos, P. (1995). O porquê do Capital de Risco. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 21-
- Smith, Janet K.; Smith, Richard L. (2000), "Entrepreneurial Finance", John, Wiley & Sons
- Soares, R., (1995), "O Capital de Risco como Parceiro de Gestão", *Revista Portuguesa de Gestão*, I/ 95, Lisboa, pág. 55-61.
- Sahlman, W.A. (1990), "The Structure and Governance of Venture Capital Observations", *Journal of Finance Economics*, 27 (2), 473 – 521.
- Soares, R. G. (1995). O Capital de Risco como parceiro de gestão. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 55-61.
- Tomé, J. H. (1995). Determinantes da rendibilidade da actividade de Capital de Risco em Portugal: Modelo econométrico. *Revista Portuguesa de Gestão*, I/95, 37-46.
- Tyebjee, T. & Bruno, A. (1984). A Model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30 (9), 1051-1066.
- Tavares, Carla (2000), "Micro e Pequenas Empresas e a Inovação. O Problema do Financiamento Seed e Start-up Capital. O Papel dos Agentes Públicos" – Dissertação de Mestrado, ISEG.
- Videira, C. (2001). *Corporate Venturing: Simbiose entre inovação e maturidade*. *Emotion*, 5, 12-15.
- Wrigley, G. (1995). The venture capital alternative. *Engineering Management Journal*, 5 (4), 181-184.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2000), *Introductory Econometrics – A Modern Approach*, SouthWestern Thomsonson Learning, pág. 681 – 683, 355
- Wasserman, Noam (2000), "Venture Capital Negotiations: VC Versus Entrepreneur", *Harvard Business School*, 9 – 800 – 170.
- Zopounidis, C. (1990), "La Gestion du Capital –Risque", *Collection Rapports et Syntèses*, Ed. Economica, Paris.

## 11. Anexos

## a) Lista das 95 PME's Líder do Concelho de Loures

<b>Plataforma FINCRESCCE</b>	<b>Nome</b>
BES	Henrique Fiel Lourenço, Lda
BES	Eurostands - Stands e Decorações de Interiores, Lda
BPI	Optivisão - Óptica, Serviços e Investimento, S.A.
BPI	Gonti - Contabilidade e Gestão, Lda
BCP	Complai - Construção, S.A.
BCP	H. Seabra - Comércio e Indústrias Térmicas, S.A.
CGD	Jular - Madeiras, S.A.
BES	Pavilancil - Sociedade de Construções de Pavimentos e Lancil, S.A.
BES	Sidefarma - Sociedade Industrial de Expansão Farmacêutica, S.A.
BES	Soproel - Sociedade de Projectos, Obras e Estudos, S.A.
BPI	Elpor - Comércio e Indústrias Eléctricas, S.A.
BPI	Aquamatic - Sistemas de Rega, S.A.
BPI	Lasry Glass Portugal - Comércio de Vidros, Unipessoal Lda
BPI	D.J.V. - Comércio de Produtos Alimentares, S.A.
BPI	Stagecom - Comércio e Serviços de Audiovisuais, Lda
BPI	Pedro & Mantovani, S.A.
BCP	Astratec - Iluminação, Lda
BES	Santos & Vale Sul - Distribuição, Lda
BPI	Tintauro - Fábrica Portuguesa da Tintas, Lda
BPI	Sotecnisol, S.A.
BPI	Resul - Equipamentos de Energia, S.A.
BPI	Arquiled - Projectos de Iluminação, S.A.
BPI	Aldifrio - Sociedade de Equipamentos de Frio e Ar Condicionado, Lda
BES	Santos & Vale, Lda
CGD	Litho Formas Portuguesa, S.A.
BES	Omnimetal - Indústria Electrónica e Metalomecânica, Lda
BPI	Tratomáquinas - Importação e Comércio de Acessórios, Lda
BPI	Henriques & Rodrigues, S.A.
BAR	Valentim, Lda
BAR	Gelito - Produção e Comercialização de Gelo, Lda
BST	Chafariz Comercial - Comércio de Produtos Alimentares, Lda
BES	Cenor - Consultores, S.A.
BES	Cenor - Projectos de Engenharia, Lda
BES	Cenorgeo - Engenharia Geotécnica, Lda
BES	Virval - Indústria de Plásticos, Lda
BPI	Geltejo - Distribuição de Produtos Alimentares, Lda
CGD	Mário Fonseca - Construções, S.A.
CGD	Redtel - Consultoria e Engenharia em Telecomunicações, S.A.
BES	Coralga - Decorações e Revestimentos Plásticos, Lda
BES	E & V - Transportes de Mercadorias, Lda
BPI	Faclima - Fábrica de Equipamentos de Ar Condicionado, Lda
BPI	Diamantino Viegas, Lda
BPI	Damas, Ferreira & Damasceno, S.A.
BPI	C.F.M. - Produtos Alimentares, S.A.
BPI	Megape - Comércio e Indústria de Pneus, S.A.
BPI	Novo Oculista de Loures - Comércio de Artigos de Óptica, Lda

CAPITAL DE RISCO – ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO PME LÍDER

BPI	Isto é Expresso - Serviços de Estafetas, Lda
BES	Fapajal - Fábrica de Papel do Tojal, S.A.
BES	ECG - Engenharia, Coordenação e Gestão, Lda
BES	Portilavauto - Lavagens e Reparações Automóveis, Lda
BES	Movicontrol - Sistemas de Accionamento e Automação, S.A.
BES	Cinemate - Material Cinematográfico, S.A.
BES	Renascimento - Gestão e Reciclagem de Resíduos, Lda
BES	Tarré & Tarré, Lda
BES	Transportes Centrais do Freixinho, Lda
BES	Espacial - Produções de Som e Imagem, Lda
CGD	Aquamatic (Norte) - Sistemas de Rega, S.A.
BPI	Afonso & Afonso, Lda
BAR	Motomáquina - Comércio de Máquinas e Peças, Lda
BPI	Grafodinâmica - Produtos e Equipamentos Gráficos, Lda
BES	Transportes Ideal da Estremadura, Lda
BES	Águamais - Comércio de Produtos Alimentares, S.A.
BES	Freitas & Cabanas - Fabricantes de Mobiliário Metálico, Lda
BPI	Geocontrolo - Geotecnia e Estruturas de Fundação, S.A.
BPI	Metalcário - Construções, Lda
BPI	Afinomaq - Sociedade Técnica de Manutenção de Máquinas e Equipamentos, Lda
BPI	Orbivendas - Equipamentos de Manutenção Industrial, S.A.
BPI	Monoquadros - Quadros Eléctricos, S.A.
BES	Eurosebastião - Construções, Lda
BES	Via Athena - Gestão de Laboratórios, Lda
BPI	Louresgráfica - Sociedade de Artes Gráficas e Encadernação, Lda
BPI	Condutar - Isolamentos Térmicos, Lda
BPI	Lusocargo (Sul) - Transitários, Lda
BPI	Graf & Lito - Gabinete Técnico de Artes Gráficas, Lda
BPI	Transportadora Pérola de Loures, Lda
BPI	Gelpeixe - Alimentos Congelados, S.A.
BPI	Yap - Soluções Globais, Lda
BES	Brisa Nova - Trocadores de Calor, Lda
CGD	Transportes de Carga Dias & Dias, Lda
CGD	A Transportadora Ideal Murteirense, Lda
BPI	Eiracom - Comunicações e Sistemas, Sociedade Unipessoal, Lda
BPI	Merclogis - Logística e Transportes de Mercadorias, Lda
BPI	Matexplás - Máquinas e Matérias Primas para Plásticos Reforçados, Lda
BPI	Transportes Chorão & Graça, Lda
BPI	M. Nunes - Projectos e Instalações Eléctricas, S.A.
BPI	TAS - Portugal, S.A.
BPI	Louro - Aeronaves e Serviços - L.A.S., Lda
BPI	Altoinfor - Material de Escritório, S.A.
BAR	Soteclis - Sociedade Técnica de Isolamentos, Lda
BAR	Desentupex Eco-Vidange - Saneamento e Gestão de Resíduos, Lda
BPI	Vitor Martins - Construção e Manutenção de Máquinas, Lda
BPI	Metalúrgica Lurga, Lda
BPI	Sotérmica - Películas Termoreflectoras, Lda
BES	Farmácia Barreiros Faria, Unipessoal Lda
BAR	C.A.R.F. - Distribuição de Mercadorias, Lda

**b) Lista das 100 PME's que constituíram a Amostra**

N	Empresas	36	Gelito	69	Redtel
1	TIM	37	Gelpeixe	70	Renascimento Res
2	Afinomaq	38	Geltejo	71	Resul
3	Afonso E Afonso	39	Geocontrole	72	Santos Vale Sul
4	Aguamais	40	Gonti	73	Santos e Vale
5	Aldifrio	41	Graf Lito	74	Sidefarm
6	Altoinfor	42	Grafodinamica	75	Soproel
7	Aquamatic	43	Henrique Fiel	76	Soteclis
8	Aquamatic	Lourenço		77	Sotecnisol
9	Arquiled	44	Henriques e	78	Sotermica
10	Astratec	Rodrigues		79	Stagecom
11	Brisa Nova	45	Hseabra	80	Tarré e Tarré
12	CARF	46	Isto é Expresso	81	TAS Portugal
13	Cenor Consult	47	Lasry	82	Tintauto
14	Cenor	48	LithoF	83	Transp Perola
15	Cenorgeo	49	Louresgrafica	Loures	
16	CFM	50	Louro	84	Transp Centrais
17	Chafariz	51	Lusocargo Sul	Freixinho	
18	Cinemate	52	M Nunes Inst	85	Transportes
19	Complai	Elect		Chorao e Graça	
20	Conduatar	53	Mario Fonseca	86	Transp Dias e Dias
21	Coralga	54	Matexplas	87	Transp Ideal Estr
22	DJV	55	Megape	88	Tatromaquinas
23	Damas Ferreira	56	Mercologis	89	Valentim
24	Desentupex	57	Metalcario	90	Via Athena
25	Diamantino	58	Metalurgica	91	Virval
Viegas		59	Monoquadros	92	Vitor Martins
26	EV	60	Motormaquina	93	YAP Sol Globais
27	ECG	61	Movicontrol	95	Jular
28	EiraCom	62	Novo Oculista	95	Farm Barr
29	Elpor	Loures		96	Rotarco
30	Espacial	63	Omnimetal	97	Europress
31	Eurosebastiao	64	Optivisão	98	Autielvot
32	Eurostand	65	Orbivendas	99	Nivelfarma
33	Faclima	66	Pavilancil	100	TC Mealhada
34	Fapajal	67	Pedro Montavani		
35	Freitas e Cabanas	68	Portilavauto		

**c) Formulário**

Formulário de Rácios que estão referenciados na tese, no entanto foram feitos outros cálculos de suporte, que estão no ficheiro em excel.

- Estrutura de Endividamento (cp) = Passivo (cp)/Passivo Total
- Endividamento = Passivo/ Capital Total, em que Capital Total = CP+P
- Estrutura de Endividamento (cp) = Passivo (cp)/ Capital Total
- Peso do Passivo Financeiro no Passivo = Passivo Financeiro/Passivo
- Peso do Passivo Financeiro na Estrutura de Endividamento = Passivo Financeiro/Capital Total
- Autonomia Financeira = Capital Próprio/ Capital Total
- RCP = Resultado Líquido/Capital Próprio
- ROI = Resultado Líquido/Activo
- RCCP =  $MC/V \times RO/MC \times V/CI + CA/CP \times (RO/CI - J) \times RAI/RC \times (1-t)$   
Em que  $MC/V \times RO/MC \times V/CI = RO/CI$ ,  $CI = CP/Passivo$ ,  $J = Encargos Financeiros/Passivo$  e  $(1-t) = RL/RAI$ , esta fórmula está de acordo com Neves (2004), pág. 279.

**d) Quadro total com os indicadores estudados**