

**MESTRADO
ECONOMIA**

Incentivos Financeiros no Apoio a PME: Análise à Fase de Execução dos Projetos de Investimento

Tânia Rafaela Gonçalves Lima

M

2025



INCENTIVOS FINANCEIROS NO APOIO A PME: ANÁLISE À FASE DE EXECUÇÃO DOS PROJETOS DE INVESTIMENTO

Tânia Rafaela Gonçalves Lima

Relatório de Estágio

Mestrado em Economia

Orientado por

Bernardo de Vasconcelos e Sousa Paula Marques

Estágio

Quindi, Lda. | Ana Sofia Antunes Ferreira

2025

Agradecimentos

A realização deste relatório tornou-se mais leve e enriquecedora graças ao apoio, disponibilidade e incentivo de algumas pessoas, às quais expresso a minha profunda gratidão.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao meu orientador, Professor Bernardo Marques, pelo seu dinamismo, criatividade e, sobretudo, pelo acompanhamento ao longo de todo este percurso, essencial para a concretização deste relatório. Estendo também o meu agradecimento a todos os professores que, em diferentes momentos, marcaram o meu percurso académico e contribuíram para o meu crescimento pessoal e profissional.

À minha supervisora, Sofia Ferreira, agradeço a oportunidade de realizar o estágio curricular na Quindi, Lda.. À minha colega de trabalho, Abigail Vidal, deixo um especial agradecimento pela partilha de conhecimento, que enriqueceu significativamente esta experiência.

À minha família, em especial os meus pais, Fernanda Gonçalves e Joaquim Lima, agradeço profundamente o apoio incondicional e as oportunidades que sempre me proporcionaram, fundamentais para concretizar este objetivo. Ao meu namorado, Rúben Laranjeira, agradeço especialmente pela paciência, compreensão e força nos momentos em que mais precisei, e por ter sempre as palavras certas.

Por fim, agradeço aos meus amigos, em particular à Joana Meira e ao Abel Ferreira, que estiveram sempre ao meu lado e partilharam comigo este percurso, tornando-o mais memorável.

A todos, o meu sincero obrigada.

Resumo

O presente relatório apresenta uma análise crítica da fase de execução dos projetos de investimento, com foco nos incentivos financeiros atribuídos às Pequenas e Médias Empresas no âmbito dos programas Portugal 2030 e Plano de Recuperação e Resiliência, com base no estágio curricular realizado na Quindi, Lda. – doravante designada por “Quindi” ou “entidade proponente”. Em termos gerais, os incentivos financeiros podem ser entendidos à luz dos conceitos económicos de assimetria de informação, que ocorre entre as empresas beneficiárias (agente) e as autoridades de gestão dos fundos europeus (principal), bem como de custos de agência, decorrentes do potencial desalinhamento de interesses entre as partes. Com base na experiência prática e na fundamentação teórica, conclui-se que as consultoras assumem um papel essencial na execução eficiente dos incentivos, ao beneficiarem de economias de escala e, consequentemente, reduzirem os custos de transação suportados pelos seus clientes. No decorrer do estágio, foi possível contribuir ativamente para a adaptação e melhoria do modelo interno de acompanhamento da entidade proponente, com o objetivo de reduzir o tempo e o esforço envolvidos no seu preenchimento, padronizando o processo e mitigando os constrangimentos identificados. Fruto do estágio realizado e análise crítica, posso concluir que o sucesso do Sistema de Incentivos Financeiros não depende apenas da atribuição formal dos fundos, mas também da capacidade técnica e organizacional para os executar com eficácia e rigor.

Códigos JEL: D21, D23, D82, G32

Palavras-chave: PME, financiamento público, assimetria de informação, custos de agência, custos de transação, economias de escala

Abstract

This report presents a critical analysis of the execution phase of investment projects, focusing on the financial incentives granted to Small and Medium Enterprises under the Portugal 2030 and Recovery and Resilience Plan programs, based on the curricular internship carried out at Quindi, Lda. – hereinafter referred to as “Quindi” or the “proposing entity”. In general terms, financial incentives can be understood in light of the economic concepts of information asymmetry, which occurs between the beneficiaries (agent) and the managing authorities of European funds (principal), as well as agency costs arising from the potential misalignment of interests between the parties. Based on both practical experience and theoretical foundations, it is concluded that consultancy firms play a key role in the efficient implementation of incentives, as they benefit from economies of scale and, consequently, help reduce transaction costs borne by clients. During the internship, it was possible to actively contribute to the adaptation and improvement of the proponent entity’s internal monitoring model, with the aim of reducing the time and effort required for its completion, standardizing the process, and mitigating the identified constraints. As a result of the internship and critical analysis, I can conclude that the success of the Financial Incentive System depends not only on the formal allocation of funds, but also on the technical and organizational capacity to implement them effectively and rigorously.

JEL codes: D21, D23, D82, G32

Keywords: SME, public financing, information asymmetry, agency costs, transaction costs, economies of scale

Índice

Agradecimentos	iv
Resumo	v
Abstract.....	vi
Abreviaturas.....	ix
1. Introdução	1
2. Apresentação da entidade proponente.....	6
3. Fase de execução dos projetos de investimento	9
4. Descrição das atividades desenvolvidas no estágio	13
5. Revisão de literatura	15
5.1. PME e acesso a financiamento	15
a) <i>Autofinanciamento</i>	17
b) <i>Financiamento bancário</i>	17
c) <i>Crédito comercial (trade credit)</i>	19
d) <i>Capital de risco</i>	20
e) <i>Financiamento público</i>	21
5.2. Assimetria de informação e teoria da agência.....	23
a) <i>Assimetria de informação</i>	23
b) <i>Teoria da agência</i>	26
5.3. Custos de transação e economias de escala.....	28
a) <i>Custos de transação</i>	28
b) <i>Economias de escala</i>	29
6. Reflexão crítica das atividades desenvolvidas no âmbito da literatura	32
6.1. O problema da baixa execução	32
6.2. O problema da baixa execução à luz da teoria económica	33

6.3. Contributo para a entidade proponente	35
7. Conclusão	37
Referências bibliográficas	39

Abreviaturas

BA: *Business Angels*

CAE: Classificação das Atividades Económicas

CCDR: Comissão de Coordenação e Desenvolvimento Regional

CE: Comissão Europeia

CEO: *Chief Executive Officer*

EUA: Estados Unidos da América

FEAMPA: Fundo Europeu dos Assuntos Marítimos, das Pescas e da Aquicultura

FEDER: Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional

FSE+: Fundo Social Europeu

IAPMEI: Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

IEFP: Instituto do Emprego e Formação Profissional

INE: Instituto Nacional de Estatística

I.P.: Instituto Público

IPAM: Instituto Português de Administração de Marketing

I&D: Investigação e Desenvolvimento

PAT 2030: Programa de Assistência Técnica 2030

PME: Pequenas e Médias Empresas

PRR: Plano de Recuperação e Resiliência

PT 2020: Portugal 2020

PT 2030: Portugal 2030

RFAI: Regime Fiscal de Apoio ao Investimento

ROC: Revisor Oficial de Contas

SGO: Sistema de Gestão de Operações

SIF: Sistema de Incentivos Financeiros

SIFIDE II: Sistema de Incentivos Fiscais à Investigação e Desenvolvimento Empresarial II

TOC: Técnico Oficial de Contas

UE: União Europeia

VC: *Venture Capitalists*

ZE: Zona Euro

1. Introdução

As Pequenas e Médias Empresas¹ (PME) são a espinha dorsal de uma economia, representando uma fonte essencial de crescimento económico, dinâmico e flexível tanto em países industrializados e avançados, como em países emergentes e em desenvolvimento (Robu, 2013). Segundo o autor, a capacidade de adaptação rápida às constantes mudanças do ambiente económico, especialmente num cenário marcado pela globalização e pela crescente importância da sociedade da informação, é frequentemente apontada como uma vantagem competitiva significativa das PME. Adicionalmente, estas empresas atuam como motores do desenvolvimento económico e social, uma vez que desempenham um papel essencial na criação de postos de trabalho e na promoção da inovação, além de evitarem monopólios ao estimularem a concorrência e a diversificação dos mercados (Bayraktar & Algan, 2019).

De acordo com os dados mais recentes, as PME representam cerca de 99% do total das empresas da União Europeia (UE) e empregam mais de 100 milhões de pessoas, gerando 2 em cada 3 empregos (Comissão Europeia, 2025). Desta forma, constituem o principal sustentáculo da indústria e da economia europeia, desempenhando um papel essencial no desenvolvimento e no crescimento económico. Em Portugal, segundo dados do INE, em 2023, foram contabilizadas 1 508 724 PME, representando aproximadamente 99,9% do total de empresas no país. No mesmo ano, estas empresas concentraram 77,1% do emprego e 69,9% do valor acrescentado, registando crescimentos de 2% e 11,6%, respetivamente, face a 2022 (Comissão Europeia, 2024). Assim, as PME também constituem um pilar importante da economia portuguesa, responsáveis por uma parcela considerável do emprego e da atividade económica.

Contudo, as PME enfrentam desvantagens estruturais e financeiras que comprometem o acesso a financiamento. A sua reduzida dimensão e opacidade informacional aumentam a perceção de risco por parte dos financiadores (Rao *et al.*, 2023; Robu, 2013). Desta forma, a

¹ A definição de PME na UE, em vigor desde 1 de janeiro de 2005, garante a aplicação equitativa das políticas de apoio às PME em todos os Estados-Membros, evitando distorções na concorrência. Uma microempresa pode ser definida como uma empresa que emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros; uma pequena empresa emprega menos de 50 pessoas e o volume de negócios ou balanço total anual não excede 10 milhões de euros; e uma média empresa emprega menos de 250 pessoas e tem um volume de negócios anual que não excede 50 milhões de euros, ou um balanço anual não superior a 43 milhões de euros (Comissão Europeia, 2015).

inexistência de um histórico consolidado e a fraca qualidade (relativa) da informação financeira dificultam a avaliação precisa da sua saúde financeira, intensificando a aversão ao risco por parte dos credores (Berger & Udell, 2006; Chit, 2019). Além disso, estas empresas possuem capital restrito, dificuldades em gerar fluxos de caixa consistentes e menor capacidade de resistir a choques externos, o que as torna mais vulneráveis a crises económicas e a instabilidades do mercado (Beck *et al.*, 2005; Beck *et al.*, 2008). Tais deficiências resultam, em parte, de falhas de mercado, levando a um investimento subótimo pelas PME, o que justifica o papel do financiamento público.

Além de mitigar as deficiências do mercado, o financiamento público desempenha um papel crucial na fomentação da inovação e do crescimento, e na superação das limitações e restrições enfrentadas pelas PME, garantindo que estas se possam desenvolver e prosperar (Czarnitzki, 2002; Hyytinen & Toivanen, 2005). Esta tipologia de financiamento inclui instrumentos como subvenções, subsídios, empréstimos com condições especiais e incentivos fiscais, os quais contribuem para aliviar as restrições de capital, apoiar o investimento em Investigação e Desenvolvimento (I&D) e promover a criação de novos produtos (Busom *et al.*, 2014; Dortet-Bernadet & Sicsic, 2017). As subvenções, em especial, mostram efeitos positivos significativos sobre o crescimento, o emprego e a sobrevivência das PME, sendo mais eficazes do que os incentivos fiscais, que revelam impactos mais limitados e, por vezes, substitutivos de investimentos já planeados (Dvouletý *et al.*, 2021; Okoth, 2023; Radas *et al.*, 2015).

É importante realçar a necessidade de alinhar os instrumentos de financiamento público com as necessidades e características específicas das empresas e dos territórios que se pretendem apoiar. Neste contexto, o Estado Português desempenha um papel fulcral ao proporcionar oportunidades de apoio ao investimento e ao desenvolvimento das PME, nomeadamente através do Sistema de Incentivos Financeiros (SIF). Esta ferramenta é fundamental para a dinamização da economia, contribuindo para o aumento da produtividade e da competitividade empresarial em Portugal. Por sua vez, os incentivos financeiros são apoios destinados a empresas localizadas em território português, inseridos nos programas Portugal 2030 (PT 2030) e Plano de Recuperação e Resiliência (PRR), podendo assumir a forma de apoios reembolsáveis – financiamentos sob a forma de empréstimo sem juros, sujeitos a condições contratualizadas – ou não reembolsáveis – apoios

a fundo perdido, cuja atribuição depende do cumprimento de objetivos previamente contratualizados.

O PT 2030², que sucedeu o Portugal 2020 (PT 2020), materializa o Acordo de Parceria entre Portugal e a Comissão Europeia (CE), que fixa os grandes objetivos estratégicos para a aplicação de aproximadamente 23 mil milhões de euros entre 2021 e 2027 (Portugal 2030, 2025a). Por outro lado, o PRR³, a ser executado entre 2021 e 2026, foi lançado em resposta à pandemia covid-19, dispondo de um financiamento total de mais de 22 mil milhões de euros, dos quais 16 325 milhões de euros correspondem a subvenções e 5 891 milhões de euros a empréstimos (Recuperar Portugal, 2025a).

Contudo, no âmbito do PT 2030, até 31 de julho de 2025, a taxa de realização – medida pelo rácio entre o fundo executado e o fundo aprovado – situava-se nos 25,1%, uma vez que dos 8 561 milhões de euros aprovados, apenas 2 148 milhões de euros foram executados (Portugal 2030, 2025b). Em relação ao PRR, há evidência de que, até 30 de julho de 2025, a aprovação dos projetos se encontrava avançada (100%), mas os pagamentos a beneficiários (39%) ainda estavam abaixo do ideal (Recuperar Portugal, 2025b). Estes números revelam, assim, um risco real de subutilização dos fundos disponíveis, evidenciando um desfasamento significativo entre a alocação do orçamento e a sua execução efetiva, o que reforça a necessidade de acelerar a execução material das iniciativas previstas.

À luz da teoria económica, tal subutilização de recursos pode ser interpretada como uma ineficiência associada ao desfasamento entre a execução temporal e financeira observado nos programas de financiamento, que reflete problemas económicos relacionados com a assimetria de informação e os custos de agência, intensificados no caso das PME. Por um lado, as autoridades de gestão dos fundos europeus⁴ (principal) e as PME (agente) não partilham o mesmo nível de informação; por outro, os seus interesses nem sempre estão alinhados. Esta incerteza e desentendimentos resultam em atrasos, exclusão de despesas

² Cujo financiamento provém de vários fundos europeus (FEDER; FSE+; Fundo de Coesão; Fundo para uma Transição Justa; e FEAMPA) e de transferências do Mecanismo Interligar Europa. Ademais, a sua estratégia alinha-se com cinco objetivos da UE: uma Europa mais inteligente, verde, conectada, social e próxima dos cidadãos; e a sua implementação ocorre por meio de 12 programas (Portugal 2030, 2025a).

³ É composto por 161 medidas, divididas entre 44 reformas e 117 investimentos. Além disso, desempenha um papel essencial na implementação da Estratégia Portugal 2030, dividindo-se em três grandes dimensões de ação: Resiliência, Transição Climática e Transição Digital, que se subdividem em 21 componentes (Recuperar Portugal, 2025a).

⁴ Das quais se destacam o IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação, I.P., o IEFP e a CCDR.

elegíveis e, portanto, uso ineficiente dos fundos. Neste contexto, as consultoras assumem um papel essencial na mitigação destes problemas. Ao reduzirem os custos de transação – associados à complexidade administrativa, à falta de experiência interna e ao risco de insucesso das candidaturas – e ao beneficiarem de economias de escala, padronizam procedimentos, acumulam conhecimento técnico especializado e contribuem para uma execução mais eficiente dos fundos disponíveis.

Pessoalmente, a decisão de realizar um estágio curricular teve como objetivo aproximar-me do mercado de trabalho e aplicar, num contexto profissional real, os conhecimentos adquiridos ao longo da licenciatura e do mestrado em Economia. Em particular, tinha interesse em compreender como os projetos de investimento são acompanhados desde a candidatura até à execução, pois acredito que um projeto bem estruturado pode ter um impacto real no crescimento de empresas, territórios e pessoas. Além disso, pretendia conhecer, na prática, os desafios da consultoria no contexto económico atual. Escolhi a Quindi, Lda. pela sua forte atuação na área dos projetos de investimento, pela diversidade de clientes e setores com que trabalha e pelo ambiente colaborativo proporcionado pela dimensão reduzida da equipa – fatores que considero fundamentais num ambiente de aprendizagem.

Por sua vez, a decisão de selecionar este tema de relatório ocorreu após perceber que, apesar de a taxa de aprovação dos projetos de investimento ser elevada, a taxa de execução é significativamente inferior. Esta discrepância levantou questões sobre os obstáculos enfrentados pelas empresas, em especial as PME, na fase pós-aprovação – como dificuldades no cumprimento de prazos, na gestão dos recursos financeiros, na adaptação dos projetos à realidade operacional e no acompanhamento das exigências formais do SIF. Com este tema, procurei aprofundar a compreensão dos fatores que condicionam a execução eficiente dos projetos e refletir sobre o papel da consultoria na minimização destes constrangimentos.

O restante relatório encontra-se estruturado da seguinte forma: o capítulo 2 apresenta a entidade proponente e descreve as atividades desenvolvidas ao longo do estágio curricular; o capítulo 3 aborda a fase de execução dos projetos de investimento; o capítulo 4 descreve as atividades desenvolvidas ao longo do estágio curricular; o capítulo 5 corresponde à revisão de literatura, dividida em três subcapítulos – PME e acesso a financiamento (5.1.), assimetria de informação e teoria da agência (5.2.), e custos de transação e economias de escala (5.3.); o capítulo 6 contém uma reflexão crítica das atividades desenvolvidas no âmbito da literatura,

dividida em três subcapítulos – problema da baixa execução (6.1.), problema da baixa execução à luz da teoria económica (6.2.), e contributo para a entidade proponente (6.3.); e, por fim, o capítulo 7 apresenta as conclusões do relatório.

2. Apresentação da entidade proponente

O estágio curricular foi realizado na Quindi, Lda., uma microempresa sediada na Maia, fundada em 2020, com um capital social de 600 euros. Esta empresa opera assente no conceito da sua denominação – “quindi” é uma palavra italiana utilizada como elemento de ligação entre frases e ideias; em português traduz-se como “portanto”. Assim, a entidade proponente oferece uma combinação de serviços de consultoria financeira e marketing estratégico, incluindo soluções no âmbito dos incentivos financeiros e fiscais e da comunicação de marketing.

Em particular, a Quindi oferece um serviço especializado de enquadramento, candidatura e gestão de incentivos financeiros, os quais se destinam a apoiar investimentos e a fomentar a inovação, garantindo o alinhamento dos seus serviços às necessidades e objetivos estratégicos de cada cliente, maximizando as oportunidades de financiamento e assegurando suporte integral ao longo de todo o processo. Além disso, presta apoio na identificação e aproveitamento de incentivos fiscais, os quais contribuem para a redução da carga tributária, assegurando o cumprimento das obrigações legais e a maximização dos benefícios obtidos. Adicionalmente, a entidade proponente desenvolve e implementa estratégias de marketing personalizadas, focadas em captar a atenção do público-alvo e criar valor a longo prazo, através de uma abordagem estruturada que inclui análise de mercado, segmentação, definição de posicionamento, planeamento estratégico e elaboração de planos de marketing.

A CEO da empresa é a Ana Sofia Antunes Ferreira, licenciada em Economia e mestre em Economia e Gestão da Inovação pela FEP, contando ainda com uma pós-graduação em Gestão de Marketing pelo IPAM. A sua trajetória profissional teve início na Frederico Mendes & Associados – Sociedade de Consultores, Lda., onde exerceu funções como analista de projetos de investimento. Posteriormente, integrou a Goglobal, Lda., onde desempenhou os cargos de consultora de gestão e internacionalização e, mais tarde, de diretora do departamento de gestão de projetos. Desta forma, o percurso académico e profissional da CEO confere-lhe um conjunto robusto de competências técnicas e estratégicas que sustentam a atuação da entidade proponente nas suas principais áreas de intervenção.

A criação da Quindi assenta na sólida experiência profissional da sua fundadora na área da consultoria, mas também numa motivação pessoal muito clara: a vontade de fazer as

coisas de forma diferente num setor ainda marcado por estruturas tradicionais e maioritariamente liderado por homens. Sofia Ferreira procurou criar um espaço seguro, onde o trabalho de consultoria pudesse ser desenvolvido com uma abordagem mais próxima, colaborativa e humana para com os clientes e a própria equipa. Esta visão esteve na origem da empresa e continua a refletir-se na forma como a mesma atua no mercado: com foco na personalização, na escuta ativa e na construção de relações de confiança. Tudo isto é sustentado por valores centrais como a integridade e transparência, a inovação contínua, a orientação para o cliente e o compromisso com a excelência.

Ao longo do seu percurso, a entidade proponente tem vindo a colaborar com um conjunto diversificado de clientes, provenientes de diferentes setores de atividade, o que reflete a sua versatilidade e adaptabilidade face a projetos com níveis de complexidade e objetivos estratégicos distintos. Entre os principais clientes e projetos em que a Quindi tem estado envolvida, destaca-se a Miguel Neiva e Associados – Design Gráfico, Lda. (ColorADD), que concorreu ao “Programa de Apoio à Produção Nacional” com vista à criação de um *marketplace* com produtos adaptados ao público daltónico. Mais recentemente, esta empresa candidatou-se ao “Internacionalização via *E-commerce*” com o objetivo de promover o crescimento internacional do projeto. Adicionalmente, a Quindi concretizou a candidatura da Lfw – Engenharia, Lda. (Plann) ao “Apoio à Contratação de Recursos Humanos Altamente Qualificados”, nomeadamente para o reforço do departamento de I&D; da Advogado do Diabo – Comunicação e Imagem, Unipessoal Lda. ao programa regional Açores 2030 com o intuito de reforçar a qualidade dos equipamentos e do *software* para a captação de imagem, produção e pós-produção de conteúdos, em particular documentários; e da Rodonorte – Transportes Portugueses S.A. ao “Apoios à Contratação” e ao “Registo Pedido Auxílio – Descarbonização das Empresas”.

Em termos financeiros, de acordo com o SabiInforma, a entidade proponente apresenta um crescimento expressivo e sustentado dos proveitos operacionais, que aumentaram de 3 150 euros em 2020 para 209 781 em 2023, refletindo a expansão da sua atividade e maior presença no mercado. Por sua vez, a rendibilidade económica⁵ da empresa também cresceu significativamente, atingindo 50,95% em 2023, face aos 15,01% registados em 2020, demonstrando uma utilização cada vez mais eficiente dos ativos na criação de valor.

⁵ Medida pelo rácio entre os resultados correntes e o total do ativo, multiplicado por 100.

Já a rentabilidade financeira⁶, embora inferior à de 2021 (111,28%), manteve-se elevada em 2023 (89,37%), revelando um retorno muito positivo sobre o capital próprio investido. Paralelamente, o nível de endividamento⁷ diminuiu de 63,83% em 2020 para 42,99% em 2023, reforçando a autonomia financeira da empresa. Por outro lado, a liquidez geral⁸, apesar de ter apresentado ligeiras oscilações, manteve-se em níveis razoáveis ao longo do período, fixando-se em 2,45 em 2023, garantindo à empresa capacidade para cumprir as suas obrigações de curto prazo. Por fim, a evolução do número de empregados reflete o crescimento operacional da Quindi, que iniciou a sua atividade apenas com a fundadora e, em 2025, já conta com mais três elementos na equipa.

⁶ Medida pelo rácio entre os resultados correntes e o capital próprio, multiplicado por 100.

⁷ Medido pelo rácio entre o total do passivo e o total do capital próprio e do passivo, multiplicado por 100.

⁸ Medida pelo rácio entre o ativo circulante e o passivo de curto prazo.

3. Fase de execução dos projetos de investimento

O acesso a financiamento público por meio de incentivos financeiros, no âmbito do PT 2030 e do PRR, decorre em várias etapas, agrupadas em quatro grandes fases. Primeiramente, verifica-se a elegibilidade do promotor (empresa que apresenta a candidatura a financiamento e se propõe a executar o projeto) com base nos critérios definidos no aviso, como o seu tamanho, a Classificação das Atividades Económicas (CAE), localização, autonomia financeira, situação perante a Autoridade Tributária e a Segurança Social, entre outros. De seguida, acompanha-se o processo de decisão, que envolve a análise da candidatura por parte das autoridades de gestão dos fundos europeus e, em alguns casos, o envio de resposta a pedidos de esclarecimento. Numa terceira fase, analisa-se a aprovação ou rejeição da candidatura, em que o promotor poderá aceitar os termos propostos, incluindo eventuais cortes, ou apresentar alegações contrárias, caso discorde da decisão. Por fim, realiza-se o acompanhamento da execução do projeto, incluindo a submissão dos pedidos de pagamento e o cumprimento dos indicadores contratualizados.

Mais especificamente, a fase de execução tem início após a decisão final “Apoiado” e é formalizada através da submissão do termo de aceitação. Este termo não está imediatamente disponível; a sua disponibilização nas plataformas pode demorar cerca de dois meses, podendo estender-se até cinco ou seis dependendo da região, do técnico responsável ou do aviso. Uma vez disponibilizado, o promotor dispõe de um prazo (geralmente curto) para o submeter, sendo que a não submissão dentro desse prazo implica a exclusão da candidatura. Assim, é imprescindível garantir uma leitura atenta de todos os elementos aprovados, uma vez que o termo de aceitação vincula o promotor ao cumprimento integral do que for aceite.

Por sua vez, nesta etapa deve-se analisar o calendário definido na candidatura, de forma a verificar se é necessário solicitar uma alteração das datas inicialmente previstas, nomeadamente em caso de atraso na aprovação. Além disso, os investimentos previstos devem ser revistos, confirmando se foram todos aprovados, ou se houve alterações ou cortes. É igualmente importante identificar eventuais mudanças na situação da beneficiária desde a submissão da candidatura, como por exemplo a redução do volume de negócios, alterações nos recursos humanos, entre outras circunstâncias relevantes. Paralelamente, deve-se reunir toda a documentação necessária para a execução e monitorização do projeto, e proceder à

abertura de uma subconta bancária, associada ao número do projeto, para efeitos de controlo financeiro e separação de fluxos.

A organização de toda a documentação relevante deve ser feita através da criação de uma pasta digital, que servirá de base para o acompanhamento do projeto e será entregue às autoridades competentes no final. Esta deve estar dividida em subpastas com informação referente, por exemplo, à candidatura, decisão, pedidos de alteração, ações de acompanhamento e controlo, execução e publicitação do apoio. Assim, a correta organização desta pasta é fundamental, uma vez que facilita os pedidos de pagamento, eventuais auditorias e a verificação final do cumprimento do projeto.

Ademais, o material publicitário, que é obrigatório, deve ser adaptado conforme as exigências específicas de cada aviso, podendo variar significativamente consoante a região, o programa ou até eventuais reformulações das plataformas. Por este motivo, é essencial manter uma monitorização contínua das atualizações, de forma a assegurar o cumprimento das exigências mais recentes. É importante mencionar que devem enviadas fotografias da correta exposição do material publicitário no primeiro pedido de pagamento, sendo que estas também devem ser incluídas na subpasta adequada para o efeito (dentro da pasta digital), uma vez que podem ser solicitadas a qualquer momento pelas autoridades competentes.

Em paralelo, deve-se iniciar o preenchimento de um modelo de acompanhamento, geralmente estruturado num ficheiro Excel, onde se registam e controlam as faturas, os comprovativos de pagamento, os extratos bancários e os extratos contabilísticos, incluindo os relativos a fornecedores e a gastos/ativos. É fundamental garantir que nenhuma fatura tem data anterior ao início da candidatura nem posterior ao seu término, uma vez que, nestes casos, as despesas não serão elegíveis. Desta forma, documentos com datas incorretas ou em falta podem comprometer o pedido e conduzir à rejeição do apoio.

Importa referir que as tipologias de pagamento disponíveis podem variar consoante o programa e a plataforma utilizada, não existindo um formato universal. Por norma, podem ser realizados: o adiantamento inicial, que não exige comprovativos de pagamento no momento da submissão; o pagamento intercalar, que pode ser subdividido em vários pedidos ao longo do projeto e requer a apresentação de toda a documentação de suporte (faturas, comprovativos e extratos); e o pagamento final, correspondente aos últimos valores a reembolsar, que deve ser acompanhado de um certificado emitido por um Técnico Oficial de Contas (TOC) ou um Revisor Oficial de Contas (ROC), conforme exigido no aviso, e ser

submetido até 90 dias após a data de fim do projeto. À exceção dos “*Vouchers para Startups*”, que permitem apenas o pagamento final, os restantes admitem a realização de, pelo menos, um pedido intercalar de reembolso. Além disso, todos os pedidos de pagamento estão sujeitos a limites mínimos: 10% do investimento no caso do PT 2030 e 23% no caso do PRR.

Uma vez que o promotor não pode submeter diretamente o respetivo pedido de pagamento na plataforma, deve convidar um utilizador – que pode ser o seu representante ou o representante da consultora subcontratada para o efeito – nomeando-o como “superutilizador”, que será o único previamente autorizado e com permissões de submissão. É importante reforçar que, além dos formatos de pagamento, os prazos e os documentos exigidos também podem variar significativamente entre programas e plataformas, pelo que é fundamental consultar o aviso aplicável. Esta etapa do processo é particularmente exigente, dado que implica uma organização rigorosa da documentação, o cumprimento estrito dos prazos e um domínio aprofundado das regras específicas de cada mecanismo de apoio. Qualquer falha – como a ausência de um documento, uma data incorreta ou um erro de submissão – pode originar atrasos significativos ou até a perda do financiamento.

É imprescindível que a beneficiária cumpra integralmente todos os indicadores contratualizados, os quais devem ser alcançados na totalidade ou superados; valores inferiores poderão implicar a devolução parcial do apoio, a determinar pelas autoridades de gestão dos fundos. Os indicadores podem incluir, por exemplo, o número de postos de trabalho criados, o volume de negócios, entre outros. Importa ainda referir que existem programas em que a verificação do cumprimento dos indicadores só ocorre no ano seguinte à conclusão física e financeira do projeto – como sucede frequentemente em projetos de inovação – mantendo-se, no entanto, a obrigatoriedade de os atingir.

Após a submissão do pedido de pagamento final, pode ainda ser necessário responder a esclarecimentos adicionais ou entregar documentos complementares solicitados pelas autoridades competentes. O promotor deve responder com a maior brevidade possível, dado que estas interações condicionam a emissão do reembolso final. Contudo, é importante notar que a receção do reembolso final não significa necessariamente que o projeto se encontra oficialmente concluído, uma vez que a beneficiária está obrigada a manter os investimentos apoiados durante um período de dois a três anos, dependendo do programa. Durante este tempo, os bens financiados não podem ser alienados, transferidos ou deslocalizados, estando sujeitos a auditorias para garantir o cumprimento integral das obrigações contratualizadas.

No entanto, muitas vezes, nesta última fase, surge um problema de desfasamento entre a execução temporal e a execução financeira do projeto. Por um lado, a execução temporal refere-se ao período oficialmente aprovado na candidatura, delimitado pelas datas de início e fim do projeto, durante o qual todas as atividades e investimentos devem ocorrer. Por outro lado, a execução financeira diz respeito à realização dos pagamentos, à submissão dos pedidos de reembolso e à gestão documental e bancária associada. O problema surge quando o fluxo financeiro não acompanha exatamente o calendário aprovado: atrasos no arranque do projeto, pagamentos fora do prazo ou demoras nos reembolsos podem levar a que despesas legítimas ocorram fora do intervalo elegível, o que resulta na sua exclusão do reembolso por razões meramente formais. Assim, é fundamental garantir que todas as despesas são realizadas e comprovadas dentro do período de execução elegível, evitando prejuízos causados pelo descompasso entre o calendário do projeto e os fluxos financeiros.

4. Descrição das atividades desenvolvidas no estágio

O estágio curricular decorreu entre janeiro e maio de 2025. Durante este período, desenvolvi diferentes atividades no âmbito da consultoria em projetos de investimento, com especial foco nos incentivos financeiros, tendo-me sido proporcionada uma visão abrangente dos serviços prestados pela entidade proponente neste domínio. Assim, as tarefas realizadas permitiram-me um contacto direto com todas as fases dos projetos, destacando-se a fase de execução, que constitui o principal foco do meu trabalho e o tema do presente relatório.

Numa fase inicial, dediquei-me à leitura e análise da legislação e regulamentação enquadadora dos instrumentos de apoio, a fim de garantir a sua correta aplicação nas candidaturas. Exemplos disso são o Decreto-Lei n.º 20-A/2023, de 22 de março, relativo ao regime geral de aplicação dos fundos europeus do PT 2030; e a Portaria n.º 103-A/2023, de 12 de abril, que regula os sistemas de incentivos à competitividade empresarial, I&D, base territorial, transição climática e energética e qualificação de recursos humanos. Além disso, consultei as normas aplicáveis aos incentivos fiscais, nomeadamente ao Regime Fiscal de Apoio ao Investimento (RFAI) e ao Sistema de Incentivos Fiscais à I&D Empresarial II (SIFIDE II), previstas no Código Fiscal do Investimento.

Uma parte do estágio foi dedicada à preparação e submissão de candidaturas a diferentes avisos, entre os quais se destacam o “Apoio à Criação de Emprego e Microempreendedorismo (IT)”, o “SICE – Qualificação das PME – Operações individuais”, o “*Vouchers para Startups*”, o “Registo Pedido Auxílio – Descarbonização das Empresas”, o “Indústria 4.0” e o “*Coaching 4.0*”. Este trabalho incluiu a articulação com as beneficiárias para a recolha de informação relevante, a elaboração de memórias descritivas e o preenchimento de formulários. A submissão foi feita em plataformas como o Balcão dos Fundos, a Consola de Incentivos do IAPMEI e o SGO 2030, conforme a especificidade de cada aviso. Em alguns casos, contribuí para a revisão e correção de candidaturas previamente iniciadas, assegurando a coerência entre os objetivos dos projetos e os critérios de avaliação definidos nos respetivos avisos.

Contudo, foi na fase de execução que concentrei a maior parte do meu tempo e empenho, tendo desenvolvido um conjunto alargado de tarefas associadas ao acompanhamento técnico-financeiro das candidaturas aprovadas. Em primeiro lugar, preenchi diversos modelos de acompanhamento, relativos a empresas de diferentes setores a concorrer a apoios distintos, entre os quais se destacam o “Internacionalização via E-

commerce” e “*Vouchers para Startups*”. Esta tarefa implicou a organização e validação da documentação necessária (faturas, comprovativos e extratos) para efeitos de pedidos de pagamento, bem como a submissão dos mesmos nas plataformas correspondentes.

Adicionalmente, como parte do serviço de comunicação prestado pela Quindi, criei apresentações em formato PowerPoint para as reuniões de *kick-off* com as empresas beneficiárias, realizadas pós-aprovação da candidatura. Estas reuniões pretendiam verificar a necessidade de alterar as datas inicialmente previstas, rever os investimentos aprovados e confirmar se não ocorreram mudanças na situação do promotor desde a submissão da candidatura, assegurando o alinhamento das partes quanto à execução do projeto. Ademais, preparei materiais publicitários obrigatórios, destinados a dar visibilidade ao projeto e a promover a transparência do processo, conforme as exigências de cada programa.

No que concerne aos incentivos fiscais, desenvolvi um estudo comparativo entre o RFAI e o SIFIDE II, cruzando dados relativos ao CAE, à localização e aos proveitos operacionais das empresas beneficiárias extraídos da base de dados Sabi. Este estudo foi importante para identificar novas oportunidades comerciais, segmentando potenciais clientes, e para dar suporte a ações de comunicação, como o envio de *newsletters*.

Outra área relevante do estágio foi a elaboração de estudos de viabilidade económica e financeira, designadamente no setor do turismo, para a criação de novos empreendimentos – alojamentos locais – na região Centro de Portugal. Neste contexto, realizei uma análise detalhada dos mercados global, nacional e regional, e defini a proposta de valor, através da identificação do público-alvo, da análise da concorrência e da avaliação das condições para a implementação dos empreendimentos. Além disso, colaborei na preparação de projeções financeiras para empresas dos setores marítimo e fluvial, e prestei apoio na estruturação de um plano de negócios para a constituição de uma nova empresa do setor da madeira.

Em suma, o estágio curricular permitiu aprofundar os meus conhecimentos sobre os incentivos, especialmente os de natureza financeira, e compreender de forma prática todas as fases dos projetos de investimento, com destaque para a fase de execução. Desta forma, contribuiu significativamente para o desenvolvimento de competências essenciais ao exercício profissional na área da consultoria em projetos de investimento, em linha com os objetivos pré-definidos.

5. Revisão de literatura

Esta secção destina-se à revisão de literatura do relatório à luz da teoria económica existente, com o objetivo de enquadrar o papel do financiamento público e da consultoria em projetos de investimento. Desta forma, encontra-se dividida em três partes: a primeira aborda os constrangimentos das PME no acesso a financiamento, com ênfase nos apoios públicos; a segunda parte explora os conceitos económicos de assimetria de informação e custos de agência, os quais podem ser aplicados ao relacionamento entre as empresas beneficiárias e as autoridades de gestão dos fundos; e, por fim, a terceira parte analisa os conceitos económicos de custos de transação e economias de escala, os quais podem ser aplicados ao papel das empresas consultoras enquanto intermediárias especializadas, constituindo uma alternativa à internalização, pelas empresas beneficiárias, das etapas necessárias para aceder a financiamento público por meio de incentivos financeiros.

5.1. PME e acesso a financiamento

As PME são o motor das economias modernas (Robu, 2013). Contudo, enfrentam dificuldades no acesso a financiamento – muito por causa da sua dimensão e opacidade informacional, características inerentes às PME – o que pode comprometer a sua competitividade, crescimento e sustentabilidade, dado o papel fundamental que o acesso a financiamento desempenha no ambiente empresarial (Rao *et al.*, 2023).

Importa notar que a literatura existente demonstra que os constrangimentos no acesso a financiamento variam consoante a realidade das empresas. Schiffer e Weder (2001) argumentam que o tamanho, a idade e a estrutura de propriedade são os fatores mais prováveis de afetar a capacidade de as empresas obterem financiamento. Mais especificamente, empresas maiores, mais antigas e estrangeiras revelam menos obstáculos ao financiamento (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

Devido ao seu menor porte, as PME detêm capital limitado e dificuldade em gerar receitas estáveis e fluxos de caixa consistentes (Beck *et al.*, 2005). Como resultado, apresentam menor capacidade para resistir a choques externos, tornando-se mais vulneráveis a flutuações de mercado, mudanças regulatórias, alterações nas políticas fiscais, e crises económicas e financeiras (Beck *et al.*, 2008). Segundo García-Teruel e Martínez-Solano (2010), esta vulnerabilidade é intensificada pela dependência excessiva de um número restrito de

parceiros comerciais, sejam clientes ou fornecedores, que expõe ainda mais as PME aos choques externos. Ademais, segundo os autores, estas empresas, geralmente, dependem de poucos mercados ou produtos, o que também limita a sua capacidade de adaptação a mudanças no ambiente económico. Assim, a falta de diversificação aumenta o risco e torna a obtenção de financiamento mais difícil, pois os financiadores tendem a confiar mais em empresas com modelos de negócios mais seguros, estáveis e menos suscetíveis a flutuações imprevistas (Akerlof, 1970; Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

Adicionalmente, a desvantagem estrutural associada ao porte reduzido das PME, conhecida como “*liability* da dimensão”, limita a capacidade de estas empresas alcançarem escala (Valentim, 2017). Como consequência, enfrentam dificuldades em reduzir os seus custos médios de produção, o que compromete a rentabilidade e, por isso, a perceção de risco por parte dos financiadores. Ademais, as PME frequentemente precisam de dedicar mais tempo e recursos para negociar condições de financiamento, elevando a complexidade e os custos associados ao processo (Beck *et al.*, 2005; Berger & Udell, 1998).

Por outro lado, a qualidade da informação financeira é crucial para o acesso das PME a fontes diversificadas de financiamento (Chit, 2019). Em contrapartida, a ausência de um histórico financeiro consolidado constitui um entrave, dado que impossibilita a avaliação precisa da saúde financeira e da capacidade de pagamento das empresas, tornando a avaliação de risco mais complexa (Berger & Udell, 2006). Como resultado, as PME enfrentam maior dificuldade em demonstrar a sua credibilidade – fator que impacta positivamente a obtenção de financiamento (Chit, 2019) – o que intensifica a aversão ao risco por parte dos financiadores, que têm acesso limitado a dados relevantes.

Além disso, o menor grau de transparência confere às PME um baixo poder negocial. Em contextos de incerteza, é comum a imposição de condições mais restritivas, tais como taxas de juro mais elevadas ou outras formas de mitigação de risco, nomeadamente a exigência de garantias pessoais ou o reforço do capital próprio (Berger & Udell, 1998).

Por sua vez, as PME, muitas vezes, não possuem ativos tangíveis suficientes ou garantias adequadas para oferecer como colaterais, o que dificulta o acesso a financiamento com condições favoráveis (Carpenter & Petersen, 2002). Uma vez que muitos credores exigem garantias tangíveis para reduzir o risco percebido, a ausência destas compromete a confiança na capacidade de pagamento das PME.

Assim, o acesso a financiamento revela-se particularmente desafiante para as PME, podendo este provir de fontes internas ou externas. Mais especificamente, as empresas podem recorrer a capitais próprios – fornecidos pelos sócios ou acionistas, acrescidos da riqueza gerada pela própria empresa – ou a capitais alheios – sob a forma de dívidas a terceiros, de curto, médio e longo prazo – para sustentar a sua expansão e operação (Carvalho das Neves, 2003).

a) *Autofinanciamento*

O autofinanciamento (ou financiamento interno) consiste na utilização dos lucros acumulados, das reservas financeiras ou das contribuições dos sócios. Por um lado, não implica custos com juros nem depende de exigências externas; por outro, está limitado aos recursos que a empresa consegue gerar internamente, o que pode ser insuficiente para financiar projetos de grande dimensão. Desta forma, a utilização de capitais próprios é restritiva, dado que as empresas ficam dependentes de um fluxo de caixa limitado e não se conseguem expandir nem inovar tão rapidamente quanto poderiam caso tivessem acesso a capitais alheios (Carpenter & Petersen, 2002; Cassar & Holmes, 2003).

b) *Financiamento bancário*

O financiamento externo inclui, entre outras modalidades, o financiamento bancário, que é a principal fonte de financiamento das PME em Portugal, especialmente em momentos de investimento, inovação e aquisição de ativos (Lagoa, 2022). O empréstimo contratual é a forma mais recorrente. Trata-se de um contrato a prazo, emitido por uma instituição financeira para fornecer capital, sob termos especialmente pré-determinados, num intervalo de tempo futuro, salvo se as condições iniciais do devedor sofrerem alterações adversas significativas, ou se o mutuário violar cláusulas do contrato (Berger & Udell, 1998). Assim, tem a vantagem de proteger o mutuário, pelo menos até ao termo do contrato, contra o racionamento de crédito ou crises de crédito – fenómenos normalmente dependentes das condições do mercado (e não da deterioração das condições do mutuário).

Contudo, as possibilidades de financiamento através da banca não se esgotam no empréstimo bancário clássico. As linhas de crédito e os descobertos bancários também são amplamente utilizados, configurando formas de crédito rotativas que permitem às empresas obter capital sempre que necessário, durante um intervalo de tempo previamente acordado (Berger & Udell, 1998). Dada a sua flexibilidade e conveniência para os mutuários, são

normalmente utilizadas para fornecer capital circulante, ou seja, para suprir necessidades de fundo de manuseio, em detrimento do financiamento de grandes investimentos.

Beck *et al.* (2005) argumentam que, em países com sistemas bancários e jurídicos mais desenvolvidos, as PME enfrentam menos dificuldades para obter crédito. Pelo contrário, a corrupção no setor bancário representa uma barreira significativa. Além disso, as PME enfrentam mais dificuldades para obter crédito em países com maior concentração bancária, pois a menor concorrência resulta em condições de crédito mais rigorosas. Estes obstáculos são mais pronunciados em países de baixo rendimento, onde a concentração bancária tem um impacto negativo mais significativo (Beck *et al.*, 2004).

Adicionalmente, Cole (1998) mostra que as PME enfrentam dificuldades no acesso ao crédito, em parte, devido à falta de relações bancárias preexistentes. Além de facilitar a obtenção de crédito, a construção de uma boa relação com as instituições financeiras pode reduzir os custos de empréstimos (Petersen & Rajan, 1994). No entanto, é importante ter em consideração o risco de excesso de confiança entre os bancos e as PME, que pode levar à concessão de crédito sem uma avaliação cuidadosa dos riscos, isto é, sem considerar totalmente a capacidade de pagamento das empresas (Lagoa, 2022).

Segundo o Acordo de Basileia I, os bancos devem manter reservas de capital proporcionais ao risco dos empréstimos concedidos, o que faz com que os créditos às PME sejam classificados como mais arriscados, aumentando a exigência de capital para esses financiamentos (Altman & Sabato, 2005). Consequentemente, as PME com maiores despesas com juros enfrentam maior endurecimento das condições de crédito, enquanto aquelas mais rentáveis têm acesso facilitado a financiamento. A título exemplificativo, os países da Zona Euro (ZE) mais afetados pela crise da dívida soberana (2009-2011) – Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha – foram justamente aqueles que enfrentaram maior dificuldade na obtenção de crédito (Drakos, 2013).

No que diz respeito ao financiamento bancário, há evidência de que o ambiente de empréstimos – que inclui as condições macroeconômicas, a regulamentação e as políticas governamentais, e a qualidade do sistema financeiro – é mais importante do que o tamanho da empresa ou o tipo de propriedade do banco (Beck *et al.*, 2008). Contudo, esta perspectiva contrasta com uma parte significativa da literatura, que enfatiza a vulnerabilidade das PME devido, sobretudo, ao seu tamanho reduzido e opacidade informacional. Beck *et al.* (2005) argumentam que a dificuldade em obter crédito de longo prazo não impacta diretamente o

crescimento das empresas, podendo estas ajustar-se recorrendo a financiamento de curto prazo ou outras fontes alternativas. No entanto, as PME, ao contrário das grandes empresas, não possuem acesso facilitado a outras fontes de financiamento, tais como a securitização ou a emissão de ações ou obrigações, o que as torna ainda mais dependentes do crédito bancário e vulneráveis às restrições regulatórias (Altman & Sabato, 2005).

c) Crédito comercial (*trade credit*)

O crédito comercial também pode ser utilizado como fonte externa de financiamento. Este ocorre quando uma empresa obtém produtos ou serviços de outra empresa – o fornecedor – mas paga-os numa data posterior, geralmente dentro de um prazo acordado no momento da transação. Ademais, pode ser considerado uma forma de financiamento de curto prazo e é frequentemente utilizado para financiar o capital circulante. Contudo, importa realçar que o acesso ao crédito comercial não é fácil ou garantido para todas as PME. Quando a confiança dos fornecedores diminui ou quando os riscos associados à transação aumentam, estas empresas enfrentam mais obstáculos na obtenção de financiamento (García-Teruel & Martínez-Solano, 2010).

O crédito comercial e o crédito bancário de curto prazo apresentam uma relação negativa, ou seja, quando um aumenta, o outro tende a diminuir. Este efeito substituição é especialmente visível em tempos de crise, quando as PME enfrentam dificuldade para obter financiamento de uma dessas fontes. Por outro lado, quando se trata de crédito bancário de longo prazo, a relação com o crédito comercial é complementar, indicando que ambos os recursos podem ser usados juntos para financiar as PME (Palacín-Sánchez *et al.*, 2019). A título exemplificativo, durante a crise financeira global de 2008, o crédito comercial funcionou como um mecanismo crucial para ajudar as PME a enfrentar a escassez de crédito bancário, assumindo, em muitos casos, o papel de “credor de última instância”. Como esperado, as PME mais afetadas pela restrição de crédito bancário foram as que mais dependeram do crédito comercial (Carbó-Valverde *et al.*, 2016). No entanto, Love e Zaidi (2010) argumentam que, no período da crise, não se verificou um efeito substituição do crédito bancário pelo crédito comercial. Além disso, os autores sugerem que as PME que dependem exclusivamente do crédito comercial para enfrentar crises podem precisar de fontes alternativas de financiamento.

Por sua vez, o ambiente institucional de um país tem um impacto significativo na disponibilidade de crédito para as PME. Países com sistemas legais ineficazes tendem a

dependem mais de recursos de curto prazo, seja crédito comercial ou bancário, devido à falta de confiança na aplicação das leis. Em contrapartida, a presença de um setor financeiro mais desenvolvido facilita o acesso a ambos os tipos de crédito. Adicionalmente, em países com instituições financeiras mais eficientes, a substituição entre crédito comercial e bancário é mais eficaz, permitindo que as PME encontrem financiamento em situações de escassez de crédito (Palacín-Sánchez *et al.*, 2019).

d) *Capital de risco*

Outra forma de financiamento externo é o capital de risco, que é especialmente relevante para PME em estágios iniciais de crescimento. Este pode ser fornecido por meio de *Business Angels* (BA) – investidores individuais com capital disponível e *know-how* acumulado, que estão dispostos a investir em empresas emergentes, muitas vezes demasiado pequenas ou arriscadas para atrair outras formas tradicionais de capital, e que, além do financiamento, oferecem mentoria e acesso a uma rede de contactos útil e influente – ou *Venture Capitalists* (VC) – intermediários financeiros que utilizam fundos de um grupo de investidores para aplicar em empresas com elevado potencial de crescimento, mas informacionalmente opacas e, por isso, com maior risco associado (Berger & Udell, 1998). É importante destacar que o capital de risco pode ainda ser obtido por meio de *Seed Capital*, *Private Equity*, *Corporate Venture Capital* e *Equity Crowdfunding*.

De acordo com Pedchenko *et al.* (2018), os BA são informais, heterogéneos e não seguem critérios padronizados; o processo de decisão depende muito do interesse pessoal do investidor no setor ou no empreendedor, o que torna difícil para uma PME prever como se encaixar no perfil desejado. Em contrapartida, segundo os autores, os VC são altamente exigentes e seletivos, e poucas PME se encaixam no perfil que eles procuram: alto crescimento, inovação e retorno financeiro elevado; não se interessam tanto pelo empreendedor, mas sim pelo potencial do negócio. Em ambos os casos, o processo de obtenção de financiamento é desafiador para as PME, uma vez que, por um lado, existe incerteza quanto ao perfil que devem apresentar e, por outro, mesmo quando esse perfil é conhecido, é difícil cumprir os critérios exigidos.

Tanto os BA como os VC não exigem reembolso direto, ou seja, assumem o risco: se a empresa falhar, perdem o dinheiro investido; e se, pelo contrário, a empresa crescer e for lucrativa ou vendida, ganham com base na sua participação no capital próprio.

Consequentemente, as PME precisam de ceder parte do controlo acionário se utilizarem esta forma de financiamento, o que não é atrativo para muitas delas.

e) Financiamento público

O financiamento público também constitui uma das fontes externas de financiamento. Este pode ser dividido em três tipologias: (i) incentivos monetários não reembolsáveis, sob a forma de subsídios ou subvenções; (ii) programas de empréstimo, sob condições especiais; e (iii) incentivos fiscais, destacando-se as isenções fiscais e previdenciárias. Entre as suas vantagens destacam-se o apoio financeiro ao investimento, à inovação e ao crescimento das PME, os juros reduzidos e a isenção de impostos. Contudo, está frequentemente associado a elevados níveis de burocracia, prazos longos e critérios rigorosos de elegibilidade.

Por um lado, os subsídios e as subvenções consistem em transferências de dinheiro que não precisam de ser reembolsadas pelas beneficiárias; por outro, os incentivos fiscais reduzem obrigações tributárias das mesmas. Assim, os subsídios – que revelam efeitos positivos e significativos sobre o investimento e o crescimento económico – e as subvenções são geralmente mais adequados como ferramenta de apoio financeiro para as PME, pois fornecem recursos imediatos. Em contraste, os incentivos fiscais apresentam um impacto limitado – nomeadamente efeitos positivos, porém não significativos, sobre o investimento, e efeitos negativos, mas não significativos, sobre o crescimento económico (Okoth, 2023; Radas *et al.*, 2015).

Busom *et al.* (2014) argumentam que os subsídios e os incentivos fiscais atendem a perfis empresariais distintos: os subsídios são mais eficazes para estimular a entrada de novas empresas intensivas em conhecimento na atividade de I&D; enquanto os incentivos fiscais tendem a apoiar a continuidade deste tipo de atividade em empresas já estabelecidas. Segundo os autores, as restrições de financiamento estão positivamente relacionadas com a obtenção de subsídios, mas negativamente relacionadas com o uso de incentivos fiscais. Já a capacidade de proteger a propriedade intelectual está positivamente associada ao uso de incentivos fiscais, mas não ao uso de subsídios. Estas evidências mostram que políticas padronizadas tendem a ser ineficazes, reforçando a importância de alinhar os instrumentos de apoio às necessidades e características das empresas. A título de exemplo, a intensidade da falha de mercado varia de acordo com o tamanho das empresas.

Relativamente às subvenções, é importante destacar que os seus efeitos não são automáticos nem garantidos. O seu impacto depende fortemente, por exemplo, do contexto regional: regiões com maior abundância de mão de obra qualificada tendem a apresentar resultados positivos; enquanto aquelas com maior escassez tendem a apresentar pouco ou nenhum benefício – e, por vezes, até efeitos negativos. Desta forma, regiões menos favorecidas em termos de capital humano podem precisar de outros tipos de apoio, mais adequados às suas características económicas (Tingvall & Videnord, 2020). Segundo Srhoj *et al.* (2021), as subvenções têm um impacto positivo, sobretudo nas PME, ao contribuírem para superar as suas limitações de capital. Contudo, a sua eficácia depende da magnitude: apoios de pequena escala não geram efeitos positivos significativos, enquanto apoios de média e grande escala se revelam eficazes, produzindo impactos substanciais ao nível dos *inputs* de trabalho e capital. Corroborando estes resultados, Dvouletý *et al.* (2021) acrescentam que, além dos efeitos positivos sobre o emprego e os ativos fixos tangíveis, as subvenções impactam positivamente a sobrevivência empresarial e o volume de negócios das PME. Todavia, os autores argumentam que os efeitos sobre a produtividade total dos fatores de produção são mais heterogéneos. Isto significa que, embora as subvenções promovam o crescimento estrutural das empresas através do reforço dos seus recursos humanos e físicos, isso nem sempre se traduz num aumento proporcional da eficiência produtiva.

No que diz respeito aos programas de empréstimos sob condições especiais, estes frequentemente oferecem juros reduzidos, prazos alargados ou critérios flexíveis, contribuindo para o desenvolvimento das PME ao estimular a inovação, a criação de emprego e a competitividade empresarial (Khoe & Kim, 2015). Segundo os autores, em países como os Estados Unidos da América (EUA), a Alemanha e o Japão, estes empréstimos são cuidadosamente regulados para evitar distorções no mercado, e geridos por instituições integradas e coordenadas; no entanto, na Coreia, a fragmentação institucional, juntamente com a perceção de favorecimento a empresas financeiramente sólidas, gera preocupações quanto à eficácia e equidade desta tipologia.

Por fim, tanto o financiamento direto (obtido sem intermediação de terceiros) quanto os incentivos fiscais impulsionam o investimento em I&D nas PME, embora o primeiro se revele mais eficaz. Este apresenta um impacto expressivo no número de empregados em I&D – com um efeito 8,4 vezes superior ao das empresas não apoiadas – e é o único que contribui de forma significativa para o desenvolvimento de novos produtos. A menor

eficácia dos incentivos fiscais deve-se, em parte, ao efeito *crowding-out*: grande parte destes incentivos acabam por substituir investimentos que as empresas já pretendiam realizar (Dortet-Bernadet & Sicsic, 2017). Ademais, não se observam efeitos de interação entre os instrumentos (Ghazinoory & Hashemi, 2021), pelo que, além de não serem substitutos perfeitos (Busom *et al.*, 2014), evidenciam complementaridade limitada.

5.2. Assimetria de informação e teoria da agência

a) Assimetria de informação

A assimetria de informação, amplamente discutida na teoria económica, ocorre quando uma das partes numa transação dispõe de mais informação do que a outra, podendo gerar problemas como a seleção adversa e o risco moral (ou *moral hazard*). Por um lado, a seleção adversa, introduzida por Akerlof (1970), refere-se à tendência de agentes menos informados tomarem decisões desfavoráveis antes da transação. Um exemplo clássico disso é o “mercado dos limões”, onde a incapacidade de distinguir entre produtos de alta e baixa qualidade leva a preços mais baixos, o que afasta do mercado vendedores de bens de qualidade superior e prejudica a eficiência do mercado. Por outro lado, o risco moral, abordado por Stiglitz (1975), ocorre após a transação, quando uma das partes altera o seu comportamento de forma a prejudicar a outra, devido à dificuldade de monitorização.

No mercado de crédito, os bancos enfrentam ambos os problemas na concessão de empréstimos. Em relação à seleção adversa, os credores adotam mecanismos de triagem (ou *screening*), isto é, estratégias que induzem os devedores a revelar indiretamente a sua qualidade por meio das suas escolhas diante de diferentes contratos ou condições, permitindo distinguir entre diferentes perfis de risco. Indivíduos com maior probabilidade de insolvência tendem a aceitar taxas de juro mais altas, enquanto aqueles de menor risco evitam tais condições. Por sua vez, antecipando a eventualidade de má utilização dos recursos (risco moral), o banco exige a apresentação de garantias e cláusulas contratuais que desincentivam o devedor à tomada de risco excessivo que prejudique a posição contratual do banco.

Por outro lado, no mercado de trabalho, a teoria da “sinalização” (ou *signaling*) explica como os indivíduos utilizam sinais, como diplomas universitários, para demonstrar as suas habilidades aos empregadores (Spence, 1973), evitando a seleção adversa, que levaria os empregadores a oferecer salários mais baixos a todos os candidatos, temendo contratar

profissionais menos qualificados. Ademais, em alguns casos, pode reduzir o risco moral ao alinhar os interesses dos trabalhadores com os incentivos dos empregadores, desincentivando comportamentos oportunistas.

Da mesma forma, a teoria da “sinalização” aplica-se ao mercado financeiro, uma vez que as empresas utilizam sinais, como a estrutura de financiamento escolhida, para transmitir informações sobre a sua qualidade aos investidores. Por um lado, a diluição da participação acionista, por meio da emissão de ações a terceiros, pode ser percebida de forma negativa, sinalizando incerteza quanto ao valor da empresa (Leland & Pyle, 1977); por outro, o endividamento pode ser entendido como um sinal positivo, transmitindo confiança na capacidade de a empresa gerar lucros e cumprir as suas obrigações financeiras (Ross, 1977).

Por sua vez, a teoria da “*pecking order*”, de Myers e Majluf (1984), propõe uma hierarquia na escolha das fontes de financiamento: primeiro as empresas utilizam lucros retidos, ou seja, capital próprio gerado internamente, por não envolver custos externos; em seguida, recorrem à dívida, caso os lucros retidos não sejam suficientes; e, por último, à emissão de ações, uma vez que esta é frequentemente interpretada como um sinal de sobrevalorização, o que pode levar à desvalorização das ações no mercado⁹. Desta forma, as empresas tendem a priorizar financiamentos que minimizem a assimetria de informação e os custos externos, preferindo financiar-se internamente¹⁰ (Myers, 1984).

Todavia, não existe consenso sobre como as empresas escolhem a sua estrutura de capital ótima, ou seja, aquela que permite maximizar o valor da empresa (Solheim-Kile *et al.*, 2019). Apesar de existirem várias teorias que tentam explicar as decisões de financiamento, nenhuma é universalmente aceite (Khan *et al.*, 2021). Isto ocorre porque tais decisões dependem tanto de fatores internos – como a rentabilidade e risco – quanto de fatores

⁹ Em alternativa, podemos estudar a teoria do “*life cycle*”, que sugere que a estrutura de capital varia com o ciclo de vida das empresas. As *startups*, por exemplo, tendem a depender mais de capital próprio e financiamento informal, dada a falta de ativos tangíveis e histórico de crédito. Contudo, à medida que amadurecem e se tornam mais sólidas, têm acesso a fontes de financiamento mais sofisticadas, como mercados de dívida (Berger & Udell, 1998).

¹⁰ Contudo, o crescente número de PME e as mudanças estruturais nos mercados financeiros têm influenciado o acesso a diferentes fontes de financiamento (Frank & Goyal, 2003). As PME, muitas vezes, recorrem a financiamento externo mesmo quando dispõem de lucros retidos suficientes para financiar os seus investimentos. Por sua vez, as PME privadas tendem a privilegiar os lucros retidos e a dívida bancária, enquanto as PME públicas tendem a recorrer de forma mais ativa à emissão de ações (Frank & Goyal, 2007). Adicionalmente, é importante destacar o papel da assimetria de informação nas decisões de financiamento das PME: enquanto a seleção adversa tende a favorecer a dívida, o risco moral tende a favorecer o *equity* (Berger & Udell, 1998).

externos – como o crescimento económico, inflação e taxas de juro – e, por isso, a evidência empírica é contraditória: em diferentes contextos económicos, os estudos apoiam ou refutam as teorias de forma inconsistente (Cekrezi, 2013). Assim, as decisões de financiamento são fortemente influenciadas pelos objetivos e estratégias empresariais, bem como pelas condições do mercado, muitas vezes com maior peso do que os pressupostos teóricos isolados.

Relativamente ao financiamento por meio do SIF – uma das formas através das quais as empresas podem aceder a financiamento público – a assimetria de informação entre as autoridades de gestão dos fundos europeus e as empresas beneficiárias constitui um dos principais entraves à alocação e absorção eficiente dos incentivos financeiros. Esta assimetria pode manifestar-se de duas formas: seleção adversa, quando projetos ineficazes face aos objetivos do Estado são aprovados devido à insuficiência ou má qualidade da informação disponível sobre os projetos e/ou promotores, o que exclui projetos potencialmente mais adequados, comprometendo a alocação eficiente dos incentivos; e *moral hazard*, quando, após a receção destes, alguns promotores se desviam dos objetivos originais, confiando na capacidade de monitorização limitada das autoridades competentes, o que resulta numa absorção ineficiente dos incentivos, prejudicando a eficácia da execução dos projetos de investimento (Piuaru *et al.*, 2024).

A título exemplificativo, podemos considerar o caso da inovação. Veldkamp (2020) argumenta que, muitas vezes, os projetos de inovação são avaliados com base em sinais de reputação – como o uso de tecnologias emergentes – em vez de informações concretas e dados reais sobre a sua viabilidade e impacto potencial. Consequentemente, projetos bem posicionados no mercado, mas com pouca viabilidade económica, recebem financiamento; enquanto projetos de maior impacto, porém com menos visibilidade, são ignorados, resultando numa alocação subótima dos fundos. Mais especificamente, segundo o autor, no seu estudo centrado nos Países Baixos, a informação assimétrica pode reduzir o impacto dos fundos públicos na promoção da inovação, com uma perda potencial estimada entre 0,38% a 1,03%, mesmo sob premissas conservadoras. Além disso, uma redução de apenas 10% no sucesso dos projetos devido à reputação exacerbada de certas tecnologias pode causar perdas financeiras significativas, estimadas entre 0,8 e 2,2 milhões de euros. Assim, conclui-se que a eficiência destes apoios depende da capacidade de superar as falhas informacionais, as quais comprometem os impactos esperados das políticas de coesão (Czarnitzki & Bento, 2010).

b) Teoria da agência

Jensen e Meckling (1976) introduziram a teoria da agência, que descreve a relação de agência como um contrato no qual o principal delega autoridade ao agente, o que frequentemente resulta em divergências de interesse. Os autores definem os custos de agência como a soma de três componentes principais: custos de monitorização, suportados pelo principal para supervisionar o agente; custos de caução, incorridos pelo agente para garantir ao principal que os seus interesses serão respeitados; e perda residual, decorrente da divergência entre as decisões do agente e as ótimas do ponto de vista do principal. Enquanto os dois primeiros são custos explícitos, o último é um custo de oportunidade, que consiste na perda de utilidade sofrida pelo principal (Santos, 2012). Assim, conclui-se que os custos de agência são uma consequência inevitável das relações de agência, caracterizadas pela separação entre propriedade e gestão¹¹, como exemplificado na separação entre acionistas (principal) e gestores (agente) numa sociedade anónima (Jensen & Meckling, 1976).

Adicionalmente, podemos distinguir dois ramos na teoria da agência: o positivo, também conhecido como teoria financeira da agência; e o normativo, ou teoria económica da agência (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Smith, 1985). Enquanto o primeiro se foca na relação entre os diferentes detentores de títulos num contexto de financiamento ótimo da organização; o segundo pressupõe que a utilidade dos gestores varia em função da riqueza no final do período e do esforço que estes investem na organização (Barnea *et al.*, 1985).

Desta forma, a teoria positiva procura identificar as causas que geram conflitos de interesse entre as partes, propondo formas de os mitigar por meio de mecanismos de controlo exercidos pelos acionistas – os quais, no entanto, implicam custos. Esta abordagem explica a existência das formas de organização privadas como resultado da liberdade das trocas e dos contratos (Fama & Jensen, 1983). Neste contexto, a estrutura interna da

¹¹ Em alternativa, podemos estudar a teoria do “*trade-off*”. Em mercados perfeitos, a estrutura de capital não afeta o valor da empresa. Porém, ao considerar o benefício fiscal da dívida, o uso de endividamento pode contribuir para o aumento do valor da empresa (Modigliani & Miller, 1958). Assim, a introdução de imperfeições de mercado levou ao desenvolvimento desta teoria, que sugere que as empresas equilibram os benefícios e os custos do endividamento para definir a sua estrutura de capital, procurando um ponto ótimo entre capital próprio e capital de terceiros (Kraus & Litzenberger, 1973). Ademais, o *trade-off* não é estático (Myers, 1984), dado que as empresas ajustam a sua estrutura de capital ao longo do tempo, levando em consideração variáveis externas e internas em constante mudança. A título exemplificativo, a estrutura de ativos, a lucratividade, o crescimento e o risco são fatores determinantes na definição da estrutura de capital e nas decisões de financiamento das PME (Cassar & Holmes, 2003).

organização é entendida como um instrumento capaz de eliminar ineficiências. Além disso, esta teoria parte do pressuposto de que o esforço, embora não proporcione utilidade direta ao trabalhador, contribui para o *output* da organização, sendo, contudo, difícil estabelecer uma compensação justa e suficiente que incentive o agente a aplicar o seu esforço máximo. Assim, o *output* depende do esforço do agente e de estados da natureza aleatórios que escapam ao controle do principal e do agente.

Por outras palavras, uma das formas de mitigar os custos de agência é o alinhamento de incentivos. Mais especificamente, a remuneração variável baseada no desempenho surge como um instrumento-chave para controlar comportamentos oportunistas e promover essa convergência (Jensen & Meckling, 1976). Com base num estudo de caso no setor bancário, Santos (2012) conclui que os trabalhadores valorizam os prémios monetários como um incentivo eficaz, confirmando que este tipo de política contribui para reduzir os custos de agência e alinhar os objetivos individuais e organizacionais. Ademais, a autora argumenta que os mecanismos formais de avaliação de desempenho, assentes em objetivos previamente definidos, são particularmente relevantes, funcionando como uma ferramenta fundamental para garantir a convergência de interesses. Adicionalmente, Solheim-Kile *et al.* (2019), com base num estudo de caso na Noruega, argumentam que o tipo de financiamento – seja ele público ou privado – não é o principal determinante dos custos de agência. O que realmente importa são os incentivos bem desenhados e a confiança entre as partes, elementos que transcendem a natureza formal do financiamento.

Por outro lado, a informação assimétrica é um fator central na teoria dos custos de agência, pois cria condições para que os interesses das partes entrem em conflito (Tirole, 2006). Neste contexto, mecanismos que permitam mitigar a assimetria informacional tornam-se cruciais. Um dos principais instrumentos nesse sentido é a sinalização (Spence, 1973), que permite ao agente transmitir, de forma credível, informações relevantes ao principal, mitigando a incerteza e, consequentemente, os custos de agência.

Adicionalmente, os custos de agência podem ser mitigados mediante o uso da dívida privada como mecanismo de controle, conforme proposto por Jensen (1986). Segundo o autor, a dívida limita os recursos discricionários dos gestores, forçando-os a utilizar os fluxos de caixa da empresa de forma mais eficiente e em benefício dos acionistas. Ao criar uma obrigação financeira regular, a dívida induz um comportamento mais disciplinado e reduz o risco de decisões oportunistas ou investimentos ineficientes.

5.3. Custos de transação e economias de escala

a) *Custos de transação*

A teoria dos custos de transação, introduzida por Coase (1937), oferece uma base teórica fundamental para compreender a existência das empresas como alternativa ao mercado na coordenação das atividades económicas. Neste contexto, a empresa surge como uma resposta racional aos custos associados ao uso do sistema de preços, tais como os gastos com a negociação, monitorização e execução de contratos. Quando os custos de transação no mercado superam os custos de organizar internamente estas atividades, torna-se mais eficiente internalizá-las sob uma estrutura hierárquica, onde as decisões são coordenadas pela empresa – e não pelos mecanismos de mercado, como o preço. Sem estes custos, o mercado poderia ser uma solução eficiente por si só. Porém, a presença de custos de transação eleva a complexidade das trocas e a necessidade de organização empresarial.

Adicionalmente, o Teorema de Coase sustenta que na presença de custos de transação suficientemente baixos ou inexistentes e direitos de propriedade claramente definidos, as externalidades podem ser resolvidas de forma eficiente por meio de negociações privadas entre as partes envolvidas, sem necessidade de intervenção estatal. Contudo, na maioria dos casos, os custos de transação são elevados e os direitos de propriedade não estão bem definidos, tornando as negociações privadas difíceis ou inviáveis. Desta forma, a intervenção pública pode ser considerada, desde que os benefícios da intervenção superem os custos (Coase, 1960).

Por sua vez, a escolha entre o mercado e a hierarquia como modelo organizacional depende fundamentalmente de três fatores: a frequência das transações, a especificidade dos ativos envolvidos e o nível de incerteza. Quando as transações são frequentes, os ativos são específicos, ou seja, difíceis de redirecionar para outros usos, e a incerteza é elevada, as empresas tendem a internalizar as atividades a fim de reduzir os custos de transação¹² (Williamson, 1975). Nestas circunstâncias, o comportamento oportunista das partes envolvidas pode aumentar ainda mais os custos de transação, reforçando a necessidade de

¹² Klein *et al.* (1978) argumentam que, nesses casos, a integração vertical surge como uma resposta eficiente, pois permite à empresa reduzir os custos associados à negociação, monitorização e execução de contratos no mercado. Ao internalizar as transações, a empresa protege os seus investimentos, evitando disputas contratuais e garantindo maior eficiência nas trocas. Assim, a adaptação das estruturas empresariais às imperfeições do mercado e a minimização dos custos de transação são mecanismos centrais para o funcionamento eficiente dos mercados reais (Stigler, 1961).

uma organização interna capaz de proteger os investimentos e garantir a execução eficiente dos contratos (Williamson, 1985).

Por conseguinte, Stigler (1961) salienta o papel da informação como um bem escasso e dispendioso, mostrando que os custos associados à sua obtenção, processamento e transmissão são essenciais para compreender o funcionamento dos mercados. Embora não sejam explicitamente categorizados como custos de transação, os custos de informação afetam significativamente as decisões dos agentes económicos, especialmente em contextos de informação imperfeita, nos quais estes não dispõem de acesso igual ou completo às informações necessárias para tomar decisões racionais.

Por sua vez, a incorporação das instituições na análise económica e histórica evidencia o seu papel fundamental na redução da incerteza e dos custos de transação. Desta forma, a eficiência institucional é crucial para aumentar o nível de confiança e a previsibilidade nas interações económicas, o que, por sua vez, influencia o crescimento e o desenvolvimento económico (North, 1990). Assim, a empresa pode ser entendida como uma estrutura institucional destinada a reduzir os custos de transação associados à utilização do mercado. As relações internas na empresa representam formas alternativas de organização contratual, permitindo a internalização de determinadas transações, o que minimiza os custos de negociação, monitorização e execução de contratos. Este modelo contratual também facilita a especialização e a coordenação de atividades distintas, reduzindo os custos da divisão do trabalho sob a supervisão centralizada da empresa (Cheung, 1983).

b) *Economias de escala*

O conceito de economias de escala, embora não tenha sido imediatamente denominado desta forma, foi antecipado por Smith (1776), ao identificar a divisão do trabalho como um fator-chave para o aumento da produtividade. À medida que as empresas crescem e se especializam tornam-se mais eficientes, resultando na redução dos custos unitários. Isto ocorre porque a especialização em sistemas produtivos organizados em grande escala resulta em ganhos substanciais de eficiência. Porém, é importante notar que o crescimento excessivo de uma empresa pode acarretar desvantagens organizacionais (Marshall, 1890), levando à ocorrência de deseconomias de escala, caracterizadas pelo aumento dos custos unitários devido à crescente complexidade da gestão e da coordenação.

Por um lado, as economias de escala internas ocorrem no interior de uma empresa, à medida que esta aumenta a sua produção; por outro, as externas resultam do crescimento da indústria como um todo ou da concentração de empresas numa mesma região. Enquanto as economias de escala internas derivam da especialização, da adoção de tecnologias mais eficientes e da melhor utilização dos fatores de produção; as externas estão associadas ao progresso técnico, à infraestrutura comum e à partilha de conhecimento (Marshall, 1890). Além disso, as economias de escala externas tendem a favorecer a concentração geográfica de empresas, influenciando a especialização regional e internacional, bem como a localização das indústrias. Tal dinâmica pode contribuir para o aumento da competitividade das regiões mais industrializadas e, simultaneamente, intensificar as disparidades no desenvolvimento económico global (Krugman, 1991).

O princípio da divisão do trabalho formulado por Adam Smith é reinterpretado por Stigler (1951) como um fundamento teórico para compreender a estrutura das empresas e das indústrias. Neste sentido, o grau de especialização está condicionado pela extensão do mercado, o que influencia a organização funcional das empresas, nomeadamente a tendência para a especialização e desintegração vertical, em que as empresas se dividem em unidades menores para se concentrar em atividades específicas. Desta forma, a eficiência produtiva não depende exclusivamente de transações internas na empresa, mas pode ser promovida por meio da organização eficiente dentro de uma estrutura de mercado maior. Assim, a divisão do trabalho deixa de ser apenas um mecanismo técnico de produtividade, tornando-se um princípio central da organização económica moderna.

Stigler (1958) argumenta que as empresas que conseguem persistir e prosperar ao longo do tempo operam dentro de uma faixa de tamanhos produtivos eficientes, sugerindo que não existe um único tamanho ótimo para todas. Em muitas indústrias, os custos médios de produção permanecem praticamente constantes numa ampla gama de tamanhos, indicando que as economias de escala podem ser alcançadas em diferentes níveis de produção. Além disso, quando a procura cresce, as empresas tendem a expandir a sua capacidade de produção, ao invés de surgirem novos concorrentes, refletindo a flexibilidade das estruturas organizacionais. Segundo o autor, variáveis como a publicidade e o capital fixo não explicam consistentemente o tamanho das empresas, enquanto o tamanho das instalações e a composição da força de trabalho se mostram mais relevantes. Da mesma forma, as economias de escala podem ser influenciadas por outros fatores, além da simples expansão

da produção, tais como os avanços tecnológicos, pelo que esta abordagem oferece uma visão mais ampla do que a proposta pela análise tradicional.

Por sua vez, as economias de escala, ao reduzirem os custos de produção com o aumento da escala, são fundamentais para a formação de monopólios naturais, nos quais a competição se torna limitada devido à eficiência de custo das grandes empresas. Nestes mercados, a estrutura tende a ser monopolista ou oligopolista. Adicionalmente, é importante distinguir entre monopólios naturais, que surgem da eficiência das economias de escala, e monopólios clássicos, que muitas vezes resultam de práticas anticompetitivas. Assim, a falta de competição nos monopólios naturais não deve ser confundida com uma ineficiência de mercado, embora a ausência de concorrência possa, de facto, reduzir a inovação e a qualidade (Baumol, 1962).

Quando as empresas conseguem aumentar a produção e reduzir os seus custos unitários, não só podem oferecer preços mais baixos, como também manter margens de lucro superiores, o que fortalece a sua liderança em custo e cria barreiras à entrada de novos concorrentes. Assim, segundo Porter (1980), quando bem exploradas, as economias de escala podem assegurar uma posição dominante no mercado. Adicionalmente, a concentração de recursos e a especialização em áreas específicas permitem que as empresas beneficiem de aglomerações industriais (ou *clusters*), o que aumenta a sua competitividade e eficiência. No entanto, as economias de escala não devem ser entendidas apenas como um mecanismo de redução de custos; devem ser geridas estrategicamente para garantir vantagens sustentáveis.

6. Reflexão crítica das atividades desenvolvidas no âmbito da literatura

Da revisão de literatura aprofundada no subcapítulo 5.1, tornou-se evidente que as PME enfrentam obstáculos no acesso a financiamento, sobretudo devido à sua dimensão reduzida e opacidade informacional, fatores que as tornam menos atrativas para os financiadores. No entanto, o financiamento é crucial para sustentar o seu crescimento, inovação e competitividade, podendo assumir formas internas ou externas, cuja eficácia está condicionada por fatores institucionais, contextuais e estruturais. Em particular, o financiamento público, quando alinhado com as especificidades das PME, revela-se uma ferramenta importante de apoio ao investimento, constituindo um meio essencial para mitigar os constrangimentos financeiros enfrentados por estas empresas e potenciar o seu papel enquanto motor das economias. Um dos instrumentos de financiamento público é o SIF e, de forma geral, os incentivos financeiros no âmbito do PT 2030 e do PRR podem enquadrar-se nas categorias de incentivos monetários não reembolsáveis, sob a forma de subvenções, e programas de empréstimo, sob condições especiais.

6.1. O problema da baixa execução

O acesso a financiamento por meio destes dois programas decorre em várias etapas, agrupadas em quatro fases, conforme mencionado no capítulo 3. Em particular, na última fase, realiza-se o acompanhamento da execução do projeto, incluindo a submissão dos pedidos de pagamento e o cumprimento dos indicadores contratualizados.

É um facto que a taxa de realização é significativamente mais baixa comparativamente à taxa de aprovação. Mais especificamente, no âmbito do PT 2030, até 31 de julho de 2025, foram aprovados 8 561 milhões de euros de fundos europeus, o que corresponde a 37,2% dos fundos programados para 2021-2027. Já o fundo executado atingiu 2 148 milhões de euros, o que representa 9,3% do programado e 25,1% do aprovado. Além disso, os pagamentos às beneficiárias ascendem a 2 385 milhões de euros (27,9%), incluindo os adiantamentos (Portugal 2030, 2025b). Relativamente ao PRR, até 30 de julho de 2025, há evidência de que a aprovação dos projetos atingiu 22 291 milhões de euros, o que corresponde a 100% dos fundos programados para 2021-2026; enquanto os pagamentos às

beneficiárias ascenderam a 8 630 milhões de euros, o que representa apenas 39% do programado (Recuperar Portugal, 2025b).

Importa notar que os constrangimentos na fase de execução são particularmente intensificados nas PME, que devido às suas limitações estruturais e à falta de experiência na gestão de incentivos, apresentam maior dificuldade em lidar com os processos burocráticos e com as exigências formais. Tal cenário aumenta o risco de incumprimento dos prazos e, consequentemente, a exclusão de despesas que, apesar de legítimas, acabam por não ser consideradas elegíveis – o que pode comprometer a implementação efetiva dos projetos.

6.2. O problema da baixa execução à luz da teoria económica

O desfasamento entre a execução temporal e financeira, identificado na fase de execução dos projetos de investimento (capítulo 3), pode ser explicado por dois problemas económicos centrais: assimetria de informação e custos de agência. Em primeiro lugar, as beneficiárias sabem exatamente quando o projeto começou na prática, quais as despesas realmente necessárias e quais os atrasos inevitáveis; enquanto as autoridades de gestão dos fundos avaliam com base em documentos formais e prazos fixos, sem acesso ao contexto completo do promotor. Assim, este desequilíbrio informacional, agravado pela elevada rotatividade de técnicos nas autoridades de gestão, contribui para a exclusão de despesas que, embora legítimas e essenciais para o sucesso dos projetos, tenham ocorrido fora do período elegível.

Por sua vez, as beneficiárias (agente) têm interesse em maximizar o uso dos recursos disponíveis, mesmo que isso implique ultrapassar ligeiramente os prazos estipulados; enquanto as autoridades competentes (principal) querem garantir que os fundos sejam utilizados com total controlo e dentro dos prazos definidos, para evitar abusos ou má gestão. Como resposta a este potencial risco, impõem regras rígidas – como a não elegibilidade de despesas fora do prazo – o que gera ineficiências, mesmo quando não há má-fé. Esta tensão é um reflexo clássico dos custos de agência, que resultam da divergência de interesses entre o principal e o agente. Estes custos incluem três componentes principais: custos de monitorização, suportados pelas autoridades competentes para supervisionar o comportamento das beneficiárias; custos de caução, incorridos pelas beneficiárias para demonstrar o seu compromisso com os objetivos do financiamento; e perda residual,

resultante da tomada de decisões pelas beneficiárias que se afastam das mais eficientes do ponto de vista das autoridades competentes. A título de exemplo, a escassez de recursos das autoridades competentes para fiscalizar eficazmente cada projeto pode originar desvios estratégicos e, por outro lado, os encargos associados à implementação dos projetos, como a contratação de auditorias externas quando solicitada, podem desincentivar as empresas a concorrer aos apoios.

A fase de execução dos projetos de investimento é, portanto, longa e burocrática, envolvendo transações complexas e de elevada incerteza, o que exige conhecimento especializado e atenção ao detalhe. Neste contexto, as empresas consultoras assumem um papel importante, assegurando o cumprimento dos requisitos formais e a elegibilidade das despesas, o que maximiza a probabilidade de reembolso total dos fundos acordados. Quando estas são subcontratadas, todas as etapas descritas no capítulo 3 do presente relatório são da sua responsabilidade, desde a criação da pasta digital até à submissão do pedido de pagamento final (caso não existam indicadores a verificar em períodos posteriores).

Os custos de transação surgem, assim, como um fator determinante na decisão de recorrer a consultoras especializadas. Estes custos podem ser divididos em custos económicos – relacionados com o tempo e esforço despendidos – e custos financeiros – correspondentes aos gastos diretos (honorários ou comissões) com a contratação de serviços externos ou intermediários. Embora a contratação de consultoras implique custos financeiros adicionais, tende a reduzir os custos económicos, ao permitir que as beneficiárias deleguem tarefas complexas e intensivas em conhecimento, libertando recursos internos para se concentrarem nas suas atividades principais.

Contrariando a lógica tradicional de integração vertical, muitas beneficiárias optam pela subcontratação como forma de minimizar parte dos custos de transação, que seriam excessivamente elevados se internalizados. Esta escolha revela-se economicamente racional quando os custos de internalização – como a criação de um departamento especializado – superam os custos de mercado – como a contratação de consultoras. Assim, esta decisão é particularmente compreensível no caso das PME, pelos motivos já mencionados, dado que a intermediação por parte das consultoras permite que estas empresas concorram em condições mais equitativas com empresas de maior dimensão, que dispõem de departamentos internos dedicados à gestão de incentivos.

Por sua vez, ao padronizar procedimentos, utilizar ferramentas otimizadas e especializar as suas equipas, as consultoras conseguem reduzir o custo médio por projeto, beneficiando de economias de escala internas. A sua capacidade para executar um volume elevado de projetos a um custo unitário decrescente é um exemplo claro da lógica de economias de escala aplicada à intermediação especializada no acesso a incentivos. Paralelamente, à medida que o setor da consultoria cresce, surgem também economias de escala externas, uma vez que o desenvolvimento de infraestruturas digitais, de redes de informação setorial e a partilha de boas práticas contribuem para aumentar a eficiência do ecossistema como um todo. O conhecimento acumulado transforma-se, assim, num recurso coletivo que potencia o bom funcionamento dos sistemas de incentivos.

Neste contexto, a contratação de consultoras não constitui, por si só, a solução para os problemas identificados, mas oferece uma alternativa menos onerosa e mais eficiente, o que beneficia especialmente as PME. A sua capacidade de reduzir os custos de transação – como os associados a erros, atrasos ou à falta de experiência interna – e de tirar proveito de economias de escala – através da padronização de processos e do acesso a recursos técnicos especializados – contribui para mitigar os riscos, promovendo uma execução mais eficaz.

6.3. Contributo para a entidade proponente

Em termos teóricos, podemos afirmar que as atividades realizadas durante o estágio curricular, focadas na fase de execução dos projetos de investimento, terão contribuído para mitigar eventuais assimetrias de informação e custos de agência entre as empresas beneficiárias (clientes da entidade proponente) e as autoridades de gestão dos fundos. Por exemplo, uma das atividades realizadas passou pela adaptação do modelo de acompanhamento interno da Quindi aos requisitos específicos dos diferentes avisos e plataformas digitais de submissão e monitorização, como o Balcão dos Fundos, a Consola de Incentivos do IAPMEI e o SGO 2030. Este processo foi crucial para garantir a conformidade com as normas em vigor e para alinhar a atuação do agente com os interesses do principal, assegurando o respeito pelos compromissos previamente assumidos.

Além disso, ao adaptar o modelo de acompanhamento da Quindi, foi possível explorar economias de escala internas, uma vez que a padronização de processos reduziu significativamente os custos económicos da implementação dos projetos. Com esta

abordagem, foi possível libertar recursos internos das beneficiárias, permitindo-lhes focar-se na sua atividade principal, ao mesmo tempo que se reduziram os riscos de incumprimento. Deste modo, a minha atuação contribuiu diretamente para uma alocação mais eficiente dos incentivos financeiros, impactando positivamente o sucesso da fase de execução dos projetos apoiados.

7. Conclusão

A análise desenvolvida ao longo do presente relatório demonstra que a fase de execução dos projetos de investimento, em particular no âmbito dos programas PT 2030 e PRR, representa um dos maiores desafios enfrentados pelas PME na obtenção de financiamento através do SIF. Apesar da elevada taxa de aprovação de candidaturas, a concretização dos fundos revela-se aquém do esperado, especialmente devido ao desfasamento entre a execução temporal e financeira, o qual pode ser explicado, em parte, pela complexidade administrativa dos programas, tais como a rigidez e inflexibilidade dos prazos estipulados e dos documentos formais exigidos.

Contudo, este desfasamento não se resume a entraves burocráticos; está enraizado em falhas de mercado, como a assimetria de informação (Czarnitzki & Bento, 2010; Piuaru *et al.*, 2024; Veldkamp, 2020) e os custos de agência. De facto, o relacionamento entre as autoridades de gestão dos fundos (principal) e as empresas beneficiárias (agente) é marcado por incertezas, desequilíbrios de informação e desalinhamento de interesses, o que compromete a eficiência na alocação dos incentivos e na sua execução efetiva. Esta realidade é agravada por fatores como a elevada rotatividade de técnicos nas autoridades de gestão e as fragilidades estruturais das empresas apoiadas.

Neste contexto, as empresas consultoras desempenham um papel crucial. A experiência prática vivenciada na Quindi, Lda. durante o estágio curricular permitiu comprovar o valor destas empresas enquanto intermediárias especializadas, capazes de mitigar os custos de transação associados à execução dos projetos – designadamente os custos económicos, ou seja, aqueles relacionados com o tempo e esforço despendidos pelas beneficiárias. A sua existência justifica-se, precisamente, pela possibilidade de reduzir os custos inerentes à negociação, monitorização e execução de contratos (Coase, 1937). Por sua vez, ao centralizar o conhecimento técnico, acumular experiência e padronizar procedimentos, as consultoras beneficiam e promovem economias de escala internas e externas (Marshall, 1890; Smith, 1776), oferecendo um acompanhamento mais eficaz dos projetos.

Além disso, este estágio evidenciou a importância da correta utilização e preenchimento dos modelos de acompanhamento, bem como do reforço dos mecanismos de controlo, como fatores decisivos para garantir o cumprimento das exigências formais dos programas. Neste âmbito, a adaptação do modelo interno da entidade proponente aos

requisitos específicos dos diferentes avisos e plataformas digitais revelou-se fundamental para assegurar a conformidade. Isto é particularmente relevante quando se consideram os riscos de exclusão de despesas legítimas devido a incumprimentos mínimos – como faturas com datas incorretas ou omissão de documentos – que podem traduzir-se em perdas de financiamento e, por sua vez, no desperdício de recursos públicos.

O sucesso do SIF vai além da atribuição formal dos fundos, sendo crucial garantir a sua execução eficaz. Assim, a eficiência dos incentivos não depende apenas da qualidade das políticas públicas, mas também da capacidade organizacional de as beneficiárias planearem, monitorizarem e implementarem os investimentos com rigor. No caso das PME, esta capacidade é frequentemente limitada pela escassez de recursos humanos qualificados (Beck *et al.*, 2005), pela baixa literacia administrativa (Berger & Udell, 2006) e, consequentemente, pela dificuldade de adaptação às exigências dos sistemas de incentivos. Neste sentido, a intermediação por parte das consultoras reduz o risco de insucesso, funcionando como uma ponte entre os interesses das autoridades de gestão dos fundos e as necessidades das beneficiárias. A título de exemplo, a elaboração de materiais de apoio, a monitorização contínua das obrigações contratuais e o contacto regular com as beneficiárias contribuem para reforçar a confiança no processo e garantir maior adesão aos compromissos assumidos.

Em suma, a experiência adquirida ao longo do estágio curricular permitiu consolidar conhecimentos teóricos e práticos sobre o SIF e compreender, em profundidade, os desafios da sua execução. É essencial reforçar que a existência de incentivos financeiros bem estruturados e executados, além de estimular o investimento empresarial, contribui para o crescimento económico, a inovação e a coesão territorial. Todavia, para que este potencial seja plenamente alcançado, torna-se urgente simplificar os procedimentos administrativos, reforçar os mecanismos de capacitação técnica das PME e valorizar o papel das consultoras especializadas como facilitadoras do processo. Conclui-se, assim, que o sucesso dos projetos de investimento depende, em grande medida, da qualidade do seu acompanhamento técnico pós-aprovação.

Referências bibliográficas

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>.
- Altman, E. I., & Sabato, G. (2005). Effects of the New Basel Capital Accord on Bank Capital Requirements for SMEs. *Journal of Financial Services Research*, 28(1), 15–42. <https://doi.org/10.1007/s10693-005-4355-5>.
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1985). *Agency Problems and Financial Contracting*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Baumol, W. J. (1962). *Economic theory and operations analysis*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Bayraktar, M., & Algan, N. (2019). The Importance of SMEs on World Economies. *11th International Conference on Eurasian Economies*, 11-13 June, Famagusta, Turkish Republic of Northern Cyprus, 56–61. <http://dx.doi.org/10.36880/C11.02265>.
- Beck, T., & Demirgüç-Kunt, A. (2006). Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931–2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2004). Bank Competition and Access to Finance: International Evidence. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(3), 627–648. <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2004.0039>.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? *The Journal of Finance*, 60(1), 137–177. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x>.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Martinez Peria, M. S. (2008). Bank Financing for SMEs Around the World: Drivers, Obstacles, Business Models, and Lending Practices. *World Bank Policy Research Working Paper*, (1947), 1–16. <http://dx.doi.org/10.1596/1813-9450-4785>.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), 613–673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7).

- Berger, A. N., & Udell, G. F. (2006). A More Complete Conceptual Framework for SME Finance. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2945–2966. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.008>.
- Busom, I., Corchuelo, B., & Martínez-Ros, E. (2014). Tax Incentives... Or Subsidies for Business R&D? *Small Business Economics*, 43(3), 571–596. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9569-1>.
- Carbó-Valverde, S., Rodríguez-Fernández, F., & Udell, G. F. (2016). Trade Credit, the Financial Crisis, and SME Access to Finance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(1), 113–143. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12292>.
- Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298–309. <https://doi.org/10.1162/003465302317411541>.
- Carvalho das Neves, J. (2003). *Análise Financeira* (14th ed., Vol. 1). Lisboa: Texto Editora.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123–147. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>.
- Cekrezi, A. (2013). A Literature Review of the Trade–Off Theory of Capital structure. *Iliria International Review*, 3(1), 125–134. <http://dx.doi.org/10.21113/iir.v3i1.103>.
- Cheung, S. N. S. (1983). The Contractual Nature of the Firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(1), 1–21. <https://doi.org/10.1086/467023>.
- Chit, M. M. (2019). Financial Information Credibility, Legal Environment and SMEs' Access to Finance. *International Journal of the Economics of Business*, 26(3), 329–354. <https://doi.org/10.1080/13571516.2019.1645379>.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405. <https://doi.org/10.2307/2626876>.
- Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost. *The Journal of Law and Economics*, 56(4), 837–1121. <https://doi.org/10.1086/674872>.

- Cole, R. A. (1998). The Importance of Relationships to the Availability of Credit. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), 959–977. [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00007-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00007-7).
- Comissão Europeia. (2015). *Guia do Utilizador Relativo à Definição de PME*. Serviço das Publicações da União Europeia. <https://doi.org/10.2873/866337>.
- Comissão Europeia. (2024, July). *SME Performance Review 2024: Portugal Country Sheet*. <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/60578>.
- Comissão Europeia. (2025, February). *Apoio às Pequenas e Médias Empresas (PME)*. <https://www.consilium.europa.eu/pt/policies/support-to-small-and-medium-sized-enterprises/#figures>.
- Czarnitzki, D. (2002). *Research and Development: Financial Constraints and the Role of Public Funding for Small and Medium-Sized Enterprises* (Report No. 02–74). Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.
- Czarnitzki, D., & Bento, C. L. (2010). *Evaluation of Public R&D Policies: A Cross-Country Comparison* (Report No. 10–073). Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung. <https://doi.org/10.1504/WRSTSD.2012.047690>.
- Dortet-Bernadet, V., & Sicsic, M. (2017). L'Effet des Aides à la R&D sur L'Emploi: Une Évaluation pour les Petites Entreprises en France. *Economie et Statistique*, 493(1), 5–22. <https://doi.org/10.24187/ecostat.2017.493s.1909>.
- Drakos, K. (2013). Bank Loan Terms and Conditions for Eurozone SMEs. *Small Business Economics*, 41(3), 717–732. <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9454-8>.
- Dvouletý, O., Srhoj, S., & Pantea, S. (2021). Public SME Grants and Firm Performance in European Union: A Systematic Review of Empirical Evidence. *Small Business Economics*, 57(1), 243–263. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00306-x>.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>.

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0).
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (1st ed., Vol. 2). Amsterdam: Handbooks in Finance.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Determinants of Trade Credit: A Comparative Study of European SMEs. *International Small Business Journal*, 28(3), 215–233. <https://doi.org/10.1177/0266242609360603>.
- Ghazinoory, S., & Hashemi, Z. (2021). Do Tax Incentives and Direct Funding Enhance Innovation Input and Output in High-Tech Firms? *Journal of High Technology Management Research*, 32(1), 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.hitech.2020.100394>.
- Hyytinen, A., & Toivanen, O. (2005). Do Financial Constraints Hold Back Innovation and Growth?: Evidence on the Role of Public Policy. *Research Policy*, 34(9), 1385–1403. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2005.06.004>.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* 76(2), 323–329. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jensen, M. C., & Smith, C. W. (1985). Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. In E. I. Altman & M. G. Subrahmanyam (Eds.), *Recent Advances in Corporate Finance*. Illinois: Richard D. Irwin.
- Khan, M. A., Rehan, R., Chhapra, I. U., & Sohail, A. B. (2021). Capital Structure Theories: A Comprehensive Review. *Revista Gestão, Inovação e Tecnologias*, 11(3), 1562–1574.
- Khoe, K., & Kim, D. (2015). The Impact of Government Sponsored Loan Programs for SMEs in IT: With a Focus on Case Studies in Korea. *Indian Journal of Science and Technology*, 8(27), 1–13. <https://doi.org/10.17485/ijst/2015/v8i27/81673>.

- Klein, B., Crawford, R. G., & Alchian, A. A. (1978). Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. *The Journal of Law and Economics*, 21(2), 297–326. <https://doi.org/10.1086/466922>.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.2307/2978343>.
- Krugman, P. (1991). *Geography and trade*. Massachusetts: MIT press.
- Lagoa, E. P. B. (2022). *O Financiamento Especializado e as Vantagens para as PME* [Dissertação de Mestrado, Universidade Lusófona].
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387. <https://doi.org/10.2307/2326770>.
- Love, I., & Zaidi, R. (2010). Trade Credit, Bank Credit and Financial Crisis. *International Review of Finance*, 10(1), 125–147. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2009.01100.x>.
- Marshall, A. (1890). *Principles of Economics* (8th ed.). London: Macmillan.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.2307/2327916>.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Okoth, E. (2023). Effects of Tax Incentives and Subsidies on Economic Growth in Developing Economies. *International Journal of Research and Innovation in Social Science*, 7(7), 567–581. <https://doi.org/10.47772/ijriss.2023.70744>.

- Palacín-Sánchez, M. J., Canto-Cuevas, F. J., & di-Pietro, F. (2019). Trade Credit Versus Bank Credit: A Simultaneous Analysis in European SMEs. *Small Business Economics*, 53(4), 1079–1096. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0101-x>.
- Pedchenko, N., Strilec, V., Kolisnyk, G. M., Dykha, M. V., & Frolov, S. (2018). Business Angels as an Alternative to Financial Support at the Early Stages of Small Businesses' Life Cycle. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(1), 166–179. [https://doi.org/10.21511/imfi.15\(1\).2018.15](https://doi.org/10.21511/imfi.15(1).2018.15).
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3–37. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04418.x>.
- Piuaru, B.-A., Tescaşiu, B., Epuran, G., Mosora, M. H., & Ivasciuc, I. S. (2024). Information Asymmetry in the European Funds Market: Impact on Resource Allocation and Sustainable Development. *Sustainability*, 16(24). <https://doi.org/10.3390/su162411101>.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.
- Portugal 2030. (2025a). *O que é o Portugal 2030*. <https://portugal2030.pt/o-portugal-2030/o-que-e-o-portugal-2030/>.
- Portugal 2030. (2025b, May). *Resultados PT 2030*. <https://portugal2030.pt/resultados-pt2030/>.
- Recuperar Portugal. (2025a). *Perguntas Frequentes*. <https://recuperarportugal.gov.pt/faqs/>.
- Recuperar Portugal. (2025b, June). *Relatório Semanal de Monitorização*. <https://recuperarportugal.gov.pt/wp-content/uploads/2025/06/Relatorio-Monitorizacao-PRR-Sumario-20250611.pdf>.
- Radas, S., Anić, I. D., Tafro, A., & Wagner, V. (2015). The Effects of Public Support Schemes on Small and Medium Enterprises. *Technovation*, 38(1), 15–30. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2014.08.002>.

- Rao, P., Kumar, S., Chavan, M., & Lim, W. M. (2023). A Systematic Literature Review on SME Financing: Trends and Future Directions. *Journal of Small Business Management*, 61(3), 1247–1277. <https://doi.org/10.1080/00472778.2021.1955123>.
- Robu, M. (2013). The Dynamic and Importance of SMES in Economy. *USV Annals of Economics and Public Administration*, 13(1), 84–89.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>.
- Santos, S. (2012). *Sistemas de Incentivos: Um Estudo de Caso* [Dissertação de Mestrado, Universidade do Porto].
- Schiffer, M., & Weder, B. (2001). Firm Size and the Business Environment: Worldwide Survey Results. *World Bank Publications*, 43(1).
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations*. London: W. Strahan and T. Cadell.
- Solheim-Kile, E., Lædre, O., & Lohne, J. (2019). Public-Private Partnerships: Agency Costs in the Privatization of Social Infrastructure Financing. *Project Management Journal*, 50(2), 144–160. <https://doi.org/10.1177/8756972818824908>.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>.
- Srhoj, S., Lapinski, M., & Walde, J. (2021). Impact Evaluation of Business Development Grants on SME Performance. *Small Business Economics*, 57(2), 1285–1301. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00348-6>.
- Stigler, G. J. (1951). The Division of Labor is Limited by the Extent of the Market. *Journal of Political Economy*, 59(3), 185–193.
- Stigler, G. J. (1958). The Economies of Scale. *Journal of Law and Economics*, 1(1), 54–71.
- Stigler, G. J. (1961). The Economics of Information. *Journal of Political Economy*, 69(3), 213–225. <https://doi.org/10.1086/258464>.

- Stiglitz, J. E. (1975). The Theory of “Screening”, Education, and the Distribution of Income. *American Economic Association*, 65(3), 283–300. <https://doi.org/10.7916/D8PG22PM>.
- Tingvall, P. G., & Videnord, J. (2020). Regional Differences in Effects of Publicly Sponsored R&D Grants on SME Performance. *Small Business Economics*, 54(4), 951–969. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0085-6>.
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. New Jersey: Princeton University Press.
- Valentim, L. M. G. (2017). *A Influência da Capacidade de Absorção no Desempenho das PME Portuguesas: O Efeito de Mediação dos Motivos da Cooperação* [Tese de Doutoramento, Universidade de Coimbra].
- Veldkamp, J. (2020). *Information Asymmetry in Public Funding: Implications for Innovation Stimulation by the Dutch Government* [Bachelor Thesis, Tilburg University].
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: Free Press.

FACULDADE DE ECONOMIA

