

**Decisões de financiamento nas empresas
familiares: existe uma *pecking order*?
Estudo de caso: Empresa “Delta Cafés”**

VERSÃO FINAL APÓS DEFESA

Gonçalo Filipe Nevado Guerra Salgueiro Ferrão

Projeto para obtenção do Grau de Mestre em
Finanças e Contabilidade
(2º ciclo de estudos)

Orientador: Professora Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro Teixeira
Coorientador: Professor Doutor Filipe Manuel Alves Sardo

dezembro de 2024

Folha em branco

Declaração de Integridade

Eu, Gonçalo Filipe Nevado Guerra Salgueiro Ferrão, que abaixo assino, estudante com o número de inscrição M12795 de/o Finanças e Contabilidade da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas, declaro ter desenvolvido o presente trabalho e elaborado o presente texto em total consonância com o **Código de Integridades da Universidade da Beira Interior**.

Mais concretamente afirmo não ter incorrido em qualquer das variedades de Fraude Académica, e que aqui declaro conhecer, que em particular atendi à exigida referenciação de frases, extratos, imagens e outras formas de trabalho intelectual, e assumindo assim na íntegra as responsabilidades da autoria.

Universidade da Beira Interior e Covilhã, 16 de dezembro de 2024

(assinatura conforme Cartão de Cidadão ou preferencialmente
assinatura digital no documento original se naquele mesmo formato)

Folha em branco

Agradecimentos

Ainda que um projeto seja individualmente realizado do ponto de vista acadêmico, existem contribuições que não podem ser negligenciadas, pois, sem elas, este trabalho não poderia ter sido efetuado com o devido sucesso. Posto isto, gostaria de exprimir os meus sinceros agradecimentos:

À Professora Doutora Zélia Serrasqueiro, minha orientadora, pelo seu aconselhamento assertivo e ensinamentos da sua experiência prévia, que contribuíram para um melhor entendimento do que o projeto necessitava, pelo seu apoio e pela sua amizade. Ao Professor Doutor Filipe Sardo, meu coorientador, pela sua valiosa orientação e assistência fundamental ao longo deste percurso.

À fantástica instituição que é a Universidade da Beira Interior, que me acolheu durante 3 anos letivos de licenciatura e 2 anos letivos de mestrado. Além de todas as amizades e experiências que me proporcionou, gostaria também de ressaltar o impacto positivo que os docentes do 1º ciclo de estudos de Gestão e do 2º ciclo de estudos de Finanças e Contabilidade tiveram ao longo do meu percurso académico.

Aos colaboradores da empresa Delta Cafés, que desde início se demonstraram prontos para disponibilizar toda a informação que necessitava. Gostaria de deixar um agradecimento especial ao Doutor Pedro Morais, à Doutora Ana Poeiras e à Doutora Mariana Laborinho.

Por fim, gostaria de agradecer à minha família pelo seu apoio incondicional, em especial, aos meus pais e ao meu irmão.

O meu sincero agradecimento a todos os que me permitiram concretizar este projeto.

Folha em branco

Resumo

Este estudo debruça-se sobre a teoria da *pecking order* (POT) e as decisões de financiamento das empresas familiares.

No âmbito das decisões de financiamento e por forma a aprofundar a compreensão sobre a aplicabilidade da POT em contexto de empresas familiares, recorreu-se a um estudo-caso realizado sobre a empresa “Delta Cafés”. Em concordância com a POT, os resultados sugerem que as decisões de financiamento da empresa se baseiam no autofinanciamento, para o que contribui a capacidade de a empresa gerar riqueza. A abertura de capital a investidores externos é renegada pela “Delta Cafés”, o que resulta do objetivo do fundador da empresa em manter o capital na família.

Palavras-chave

Empresas familiares; Teoria da *Pecking Order*; Financiamento; Decisões de financiamento.

Folha em branco

Abstract

This study focuses on the pecking order theory (POT) and the financing decisions of family businesses. To explore these decisions and deepen the understanding of the applicability of POT in the context of family businesses, a case study was conducted on the company “Delta Cafés.” In line with POT, the results suggest that the company’s financing decisions are based on self-financing, supported by its ability to generate wealth. Opening capital to external investors is rejected by “Delta Cafés,” reflecting the founder’s objective of keeping the capital within the family.

Keywords

Family firms; Pecking Order Theory; Financing; Financing decisions.

Folha em branco

Índice

Capítulo I – Introdução	1
1.1 Enquadramento e relevância do tema	1
Capítulo II - Revisão da literatura	2
2.1 Definição e caracterização das empresas familiares	2
2.2 Decisões de financiamento	4
2.2.1 Teorias de estrutura de capital	7
2.2.1.1. Teoria do Trade-Off	7
2.2.1.2 Teoria da Pecking Order	9
2.2.2 Empresas familiares e fontes de financiamento	11
Capítulo III – Metodologia	13
3.1 Seleção do estudo de caso	14
3.2 Recolha dos dados	15
Capítulo IV - Resultados	16
Capítulo V - Conclusões e implicações	20
Referências bibliográficas	23
Anexos	33
Guião da entrevista	33

Folha em branco

Lista de Figuras

Figura 1 – Percentagem da contribuição das empresas familiares para os diferentes PIB's nacionais.....	4
Figura 2 – Teoria do <i>Trade-Off</i>	8

Folha em branco

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Impacto Global das Empresas Familiares.....	3
--	---

Folha em branco

Lista de Acrónimos

CF	<i>Controller</i> Financeiro
CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
I&D	Investigação e Desenvolvimento
POT	<i>Pecking Order Theory</i> (Teoria da <i>Pecking Order</i>)
SEW	<i>Socioemotional Wealth</i> (Riqueza sócio emocional)
TOT	<i>Trade-Off Theory</i> (Teoria do Trade-Off)

Folha em branco

Capítulo I – Introdução

1.1 Enquadramento e relevância do tema

A análise da teoria da *pecking order* – *Pecking Order Theory* (POT) – em contexto das empresas familiares, tem despertado interesse e debate em Finanças Empresariais. Esta teoria desenvolvida e fundamentada nos estudos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) procura compreender como as empresas se financiam, sugerindo a existência de uma ordem hierárquica na escolha das fontes de financiamento. É realçada a importância da assimetria de informação na influência da seleção de fontes de financiamento pelas empresas.

A teoria da *pecking order* sugere que as empresas têm preferência por financiarem as suas atividades por meio de fontes internas, como lucros retidos e poupanças pessoais dos sócios/acionistas, antes de recorrerem a financiamento externo, como crédito e emissões de ações junto de novos investidores (Jiang, et al., 2017).

No contexto específico das empresas familiares, o enquadramento da POT é relevante, pois estas organizações apresentam características únicas que podem influenciar as suas decisões de financiamento. Vários estudos têm analisado a aplicabilidade da POT em contexto das empresas familiares (López-Gracia e Sánchez-Andújar, 2007; Tappeiner et al., 2012; King e Peng, 2013; Ginesti et al., 2023), contudo, as particularidades das empresas familiares, nomeadamente a conciliação entre os interesses ao nível da família, tais como a sucessão familiar e a influência emocional, e os interesses da empresa, justificam a pertinência da análise de decisões de financiamento em contexto de empresas familiares (Tappeiner et al., 2012).

A literatura tem oferecido evidências inconclusivas acerca da tomada de decisões de financiamento em conformidade com a POT. Alguns estudos indicam que as empresas tendem a preferir fontes de financiamento internas, procurando preservar o controlo da empresa na família e a privacidade nas operações de financiamento. Outros investigadores argumentam que fatores como restrições ao nível dos recursos internos e o objetivo de implementar oportunidades de crescimento podem levar este tipo de empresas a recorrerem a fontes de financiamento externas (King e Peng, 2013; Michiels e Molly, 2017; Fakhroni et al., 2022), desviando-se da ordem de seleção de fontes de financiamento prevista pela POT. Também a própria proximidade emocional entre os membros da família pode afetar a forma como as decisões de financiamento são tomadas, podendo divergir das práticas adotadas pelas empresas não familiares (Michiels e Molly, 2017).

Entender a aplicabilidade da POT em contexto de empresas familiares pode fornecer uma perspetiva valiosa para a gestão financeira destas organizações, bem como para os investidores e formuladores de políticas que visam apoiar o desenvolvimento sustentável e a continuidade das empresas familiares. A análise das decisões de financiamento neste contexto específico pode auxiliar na identificação de preferências de fontes de financiamento, permitindo uma melhor

adaptação de estratégias financeiras e políticas de apoio (Graafland, 2020) e contribuir para o desenvolvimento do conhecimento teórico (Ginesti et al., 2023). Na sequência da tomada das decisões de financiamento segundo os princípios da POT, surge a pertinência sobre a relevância da poupança fiscal permitida pela dívida, em contexto das empresas familiares.

1.2 Objetivos

Este estudo tem como objetivo principal investigar as decisões de financiamento em contexto de empresas familiares, no contexto da POT. Para se atingir o objetivo principal, desenvolvemos os seguintes objetivos principais:

- Identificar quais as fontes de financiamento, especificamente se existe uma ordem preferencial na seleção de fontes de financiamento;
- Compreender o processo da escolha das fontes de financiamento, nomeadamente, como se inicia o processo e de quem é a decisão final;
- Compreender como o envolvimento familiar na gestão/controlado influencia a escolha das fontes de financiamento.

1.3 Estrutura do estudo

O desenvolvimento deste estudo está estruturado em cinco capítulos: o primeiro capítulo apresenta a introdução ao tema/questão que vai ser abordado(a) ao longo do estudo; no segundo capítulo realiza-se o enquadramento teórico relativo às empresas familiares e às teorias sobre financiamento; o terceiro capítulo retratará a metodologia aplicada no estudo; no quarto capítulo serão apresentados resultados e a sua discussão; o quinto capítulo apresenta a conclusão, implicações do estudo e possíveis futuras linhas de investigação.

Capítulo II - Revisão da literatura

2.1 Definição e caracterização das empresas familiares

Na emergente área da pesquisa sobre empresas familiares, a sua definição tem sido motivo de discordância e debate, uma vez que não existe um consenso na definição (Harms, 2014; Sageder et al., 2018). Há décadas que a dificuldade em estabelecer uma definição clara e universalmente aceite tem sido destacada, visto que as empresas familiares eram única e tipicamente caracterizadas como organizações controladas e, na maior parte das vezes, geridas por múltiplos membros da família (Shanker e Astrachan, 1996; Lansberg, 1999; Miller et al., 2007). No entanto, existe uma ambiguidade em torno desta definição e que pode ser atribuída a diversos fatores e às diferenças nos métodos de pesquisa e nas estruturas epistemológicas entre os investigadores que contribuem para a falta de consenso (Delgado, 2019). Além disso, contextos sociopolíticos,

normas culturais, crenças religiosas e, mais recentemente, a riqueza sócio-emocional moldam as percepções do que constitui uma empresa familiar (Gómez-Mejía et al., 2007; Duran et al., 2017; Sageder et al., 2018).

Astrachan, Botero e Prügl (2018) consideram que outra forma de definir uma empresa familiar é através das suas marcas de negócio familiares, como a representação formal e informal da presença da família na essência da empresa, o que engloba tanto a participação desta na empresa como as percepções e expectativas que isso gera nas partes interessadas.

No presente estudo e com base na exposição anterior, a definição adotada para empresa familiar refere-se a uma organização onde a propriedade e o controlo são mantidos por membros de uma mesma família, e que frequentemente envolve a participação ativa de membros da família na gestão e tomada de decisões estratégicas.

A economia global é composta por uma fração significativa das empresas familiares, que têm características únicas de gestão e de propriedade, o que as torna um tema de interesse para a pesquisa académica e profissional. De acordo com o Índice Global de Empresas Familiares de 2015 da Universidade de St. Gallen e da empresa multinacional Ernst & Young (EY), as 500 maiores empresas familiares em todo o mundo podem muito bem ser a terceira maior economia, considerando que as suas vendas anuais combinadas somaram 6,5 triliões de dólares (Wharton School da Universidade da Pensilvânia, 2016)¹. Estes valores demonstram o impacto das empresas familiares na economia mundial, como se apresenta na tabela 1, com uma contribuição estimada de 70% a 90% para o PIB global anual e a criação de cerca de 50% a 80% dos postos de trabalho na maioria dos países do mundo (*Family Firm Institute*, 2017).

Tabela 1 - Impacto Global das Empresas Familiares

Zona/ País	Dados	Fonte	Informação Adicional
Portugal	70% do universo empresarial português é representado por empresas familiares	AICEP, 2020	Representam a maior parte do PIB português (estima-se que 65%) e para 50% do emprego em Portugal, segundo estatísticas da AEF
China	85.4% das empresas privadas na China são geridas por famílias	Zhejiang University et al., 2010	A maioria das famílias mais prósperas, preferem manter a sucessão entre as próprias famílias (FT, 2014)
Europa	Os negócios familiares alcançam retornos de 1 trilião de euros, o que representa 60% de todas as empresas europeias	KPMG, 2013	Os negócios familiares na União Europeia representam 9% do seu PIB e criam mais de 5 milhões de postos de emprego, representando 40/50% da empregabilidade total europeia (KPMG, 2013)
India	2/3 do PIB da India deve-se às empresas familiares	KPMG, 2013	27% do emprego geral e 79% do emprego no setor privado organizado em toda a India são fornecidos por empresas familiares (KPMG, 2013)

¹ <https://www.linkedin.com/pulse/family-business-impact-businesses-global-economy-paralisan/>
Consultado a 25/07/2023

Médio Oriente	Tanto o PIB do Médio Oriente, como mais de 80% dos negócios são geridos por famílias	PWC, 2012	Também os negócios de petróleo são maioritariamente geridos por famílias (PWC, 2012)
Reino Unido	Empresas familiares contribuem para 25% do PIB do Reino Unido	PWC, 2012	¾ das empresas familiares no Reino Unido deram fim a conflitos familiares que existissem entre as gerações das mesmas (PWC, 2012)
Estados Unidos (EUA)	Pelo menos 50% das empresas nos EUA são empresas familiares	Harvard Business School	Mais de metade das empresas cotadas são geridas por famílias (Harvard Business School)

Fonte: *Family Firm Institute*

Jones et al. (2018) produziram um relatório que apresentou as contribuições que as empresas familiares têm para o Produto Interno Bruto (PIB) global, conforme podemos observar na Figura 1.

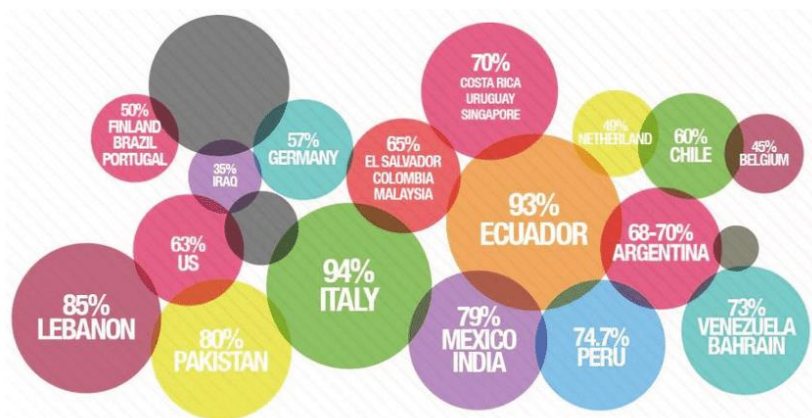


Figura 1 - Percentagem da contribuição das empresas familiares para os diferentes PIB's nacionais.

Fonte: *Jones et al. (2018)*

2.2 Decisões de financiamento

O estudo das decisões de financiamento permanece uma área significativa de investigação no domínio das finanças empresariais. Ao longo dos anos surgiram várias teorias, nomeadamente a POT, introduzida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), e que ocupa uma posição de destaque. Este quadro teórico delinea uma sequência hierárquica na qual as fontes de financiamento são escolhidas segundo uma ordem de preferências de financiamento seguida pelas empresas. Segundo a POT, as empresas demonstram uma clara preferência pelo financiamento interno em detrimento de fontes de financiamento externas. Nas situações em que os fundos internos se revelam insuficientes, o recurso à dívida bancária precede a consideração do financiamento por capital próprio externo, que é considerado como último recurso. Como resultado, a teoria estipula que não existe uma estrutura de capital ótima ou um nível ideal de endividamento previamente definido.

Enraizados na POT, estão os desafios criados pela informação assimétrica, conforme articulado por Myers e Majluf (1984). Regularmente, os gestores possuem uma percepção superior sobre o valor da própria empresa em relação às partes interessadas externas. Esta assimetria provoca o desprovisionamento de informação do lado dos investidores sobre os devedores, resultando em empréstimos com custos elevados (Hughes et al., 2007; Dell'Ariceia e Marquez, 2008; Fulghieri et al., 2020). Os investidores apresentam um maior ceticismo em relação à emissão de ações, devido aos riscos inerentes, conforme destacado por Myers e Majluf (1984), que só se torna favorável quando são sinalizadas perspectivas de crescimento para a empresa.

A hierarquização das opções de financiamento conforme a POT é ainda explicada pelos custos associados à emissão de dívida ou de ações, incluindo custos de transação (Frank, Goyal e Shen, 2020). O financiamento interno, caracterizado por custos mínimos, assume precedência, enquanto o financiamento externo, quando necessário, favorece a dívida em detrimento do capital próprio externo devido aos custos de transação mais baixos associados à dívida.

As investigações empíricas produzem resultados divergentes em relação à presença de uma ordem hierárquica na escolha de fontes de financiamento. Por um lado, determinados estudos corroboram a existência de uma ordem hierárquica na escolha de fontes de financiamento (López-Gracia e Sogorb-Mira, 2008; Rahman, 2019). Por outro lado, outros estudos apresentam resultados inconclusivos ou aspectos em que esta teoria não é seguida (Frank, Goyal e Shen, 2020).

As decisões de financiamento são essenciais para o sucesso e crescimento de qualquer empresa, incluindo as empresas familiares. Essas decisões envolvem a escolha das fontes de recursos para financiar as operações e investimentos da empresa. Derivam daqui aspectos importantes relacionados com as decisões de financiamento que envolvem empréstimos bancários, financiamento com recursos próprios, emissão de ações, e emissão de títulos da dívida (López-Gracia e Sánchez-Andújar, 2007; Lappalainen e Niskanen, 2013; Arzubíaga et al., 2023).

A primazia de uma fonte de financiamento pode determinar o custo do capital e a estrutura de capital da empresa (Lappalainen e Niskanen, 2013; Jansen et al., 2023). O equilíbrio entre financiamento interno e financiamento externo é outro traço comum das empresas familiares, surgindo a capacidade de utilizar o financiamento interno (Li et al., 2023), que inclui recursos próprios da família e lucros retidos, como fontes preferenciais de financiamento (Lappalainen e Niskanen, 2013; Jansen et al., 2023). Os recursos financeiros internos à empresa são essenciais para garantir a sustentabilidade e prosperidade da empresa a longo prazo (Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo, 2022). Adicionalmente, fontes internas de financiamento reduzem a dependência por financiamento externo e permitem o controle da empresa pela família (Kotlar et al., 2014).

Para evitar riscos associados a decisões de financiamento é essencial que haja uma gestão financeira adequada, pois a acumulação de dívidas excessivas, por exemplo, pode aumentar a vulnerabilidade da empresa face a potenciais crises económicas (Acharya et al., 2018; Abraham,

Lorente e Schumukler, 2020) ou mudanças no mercado - como foi o caso da pandemia do COVID 19 - ainda que as empresas familiares tenham uma tendência para não serem tão vulneráveis em situações de crise (Schmid, 2013).

As disparidades nas formas de financiamento entre empresas familiares e não familiares podem influenciar significativamente a hierarquia de financiamento dessas entidades, conforme apontado por Lappalainen e Niskanen (2013). Estudos como os de López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007) e Burgstaller e Wagner (2015) analisaram os perfis de dívida das empresas familiares e observaram uma relação negativa entre dívida e rentabilidade, o que reforça a existência de uma hierarquia de decisões de financiamento. No entanto, Romano et al. (2001) e Gottardo e Moisello (2014) destacam que a Teoria de Pecking Order (POT), fundamentada na assimetria de informação, apresenta limitações para explicar integralmente as escolhas de financiamento das empresas familiares, sugerindo a necessidade de considerar outros fatores específicos desse tipo de organização.

A tomada de decisões de financiamento nas empresas familiares é influenciada por uma interação complexa de fatores (Romano et al., 2001), pois além das variáveis económicas, existem outros elementos que também desempenham um papel importante. Alinhados com essa perspectiva, Koropp et al. (2014) demonstraram empiricamente que as preferências pessoais dos gestores podem moldar significativamente essas decisões. Para além dos aspetos económicos, as escolhas de financiamento nas empresas familiares são também impulsionadas por fatores não económicos, como a aversão ao risco, as considerações emocionais e os objetivos familiares. Neste sentido, as empresas familiares tendem a priorizar objetivos não económicos, como o controlo familiar da empresa, em detrimento de maximizar os resultados económicos, conforme evidenciado por Motylska-Kuzma (2017). Além disso, a aversão à perda e ao risco, bem como o desejo de manter o controlo familiar sobre a empresa, são fatores cruciais para entender o comportamento de financiamento nas empresas familiares (Burgstaller e Wagner, 2015; Arregle et al., 2021; Jansen et al., 2023).

O conceito de riqueza sócio emocional (em inglês, *Socioemotional Wealth* - SEW) tem vindo a ganhar relevância no contexto das empresas familiares, especialmente na explicação das suas decisões de financiamento (Kalm e Gómez-Mejía, 2016; Jansen et al., 2023). O termo criado por Gómez-Mejía em 2007 enfatiza a forma como as decisões sobre a estrutura de capital são influenciadas por fatores determinantes como o controlo familiar e as intenções de sucessão, dimensões cruciais que influenciam as escolhas de financiamento. As empresas familiares dão prioridade à manutenção do controlo sobre as decisões estratégicas para salvaguardar a SEW, influenciando assim as suas preferências de financiamento (Gómez-Mejía et al., 2007; Hernández-Perlines, 2023).

A interação entre o controlo familiar e as escolhas hierárquicas molda as preferências de financiamento das empresas familiares, distinguindo-as das empresas não familiares. As injeções de capital familiar são vistas de forma mais favorável do que o capital externo nas empresas

familiares (Lappalainen e Niskanen, 2013) e esta distinção sublinha a necessidade de uma integração separada do capital familiar numa hierarquia específica destas empresas. Após o esgotamento de fontes de financiamento internas, a dívida assume precedência sobre o capital próprio externo e é caracterizada por menores assimetrias de informação e custos de transação.

2.2.1 Teorias de estrutura de capital

A publicação do artigo de Modigliani e Miller, “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*” em 1958, intensificou todo o panorama sobre a problemática da estrutura de capital, tendo por base os pressupostos de um mercado de capitais perfeito, nomeadamente, a inexistência de impostos, custos de agência, custos de transação, custos de falência e informação assimétrica, o que levou estes autores a concluir que a estrutura de capital de uma empresa e o seu valor são independentes. Posteriormente, após diversas críticas, os autores reconhecem a existência de benefícios fiscais associados aos juros da dívida, sendo que a poupança fiscal permitida pelos mesmos afeta o valor da empresa.

As duas teorias mais usadas para explicar as decisões de financiamento são a Teoria do *Trade-Off* (TOT) e a teoria da ordem hierárquica na seleção de fontes de financiamento, isto é, a POT. Segundo a TOT, as decisões são tomadas com base na comparação entre custos e benefícios associados aos juros da dívida (Frank e Goyal, 2008), ou seja, as empresas alcançam um nível ótimo de endividamento quando o benefício marginal por cada unidade monetária de dívida é igual ao seu custo marginal adicional. Para a POT não existe um nível ótimo de endividamento, sendo que as empresas seguem uma hierarquia na escolha das fontes de financiamento de acordo com os custos que cada uma acarreta. Não obstante, Myers (2001), um dos autores de maior prestígio na área, assumiu que não existe uma teoria universal sobre a estrutura de capital.

2.2.1.1. Teoria do *Trade-Off*

A TOT aborda a forma como as empresas decidem financiar as suas operações e investimentos, equilibrando o uso de capital próprio e capital externo (dívida). Neste sentido, a TOT sugere uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor da empresa. Assim, se a teoria do *trade-off* se traduzir efetivamente, a estrutura ótima do capital seria correspondente ao nível de endividamento em que o nível dos benefícios fiscais igualam os custos de falência/insolvência (Correa et al., 2013), como podemos observar na figura seguinte.

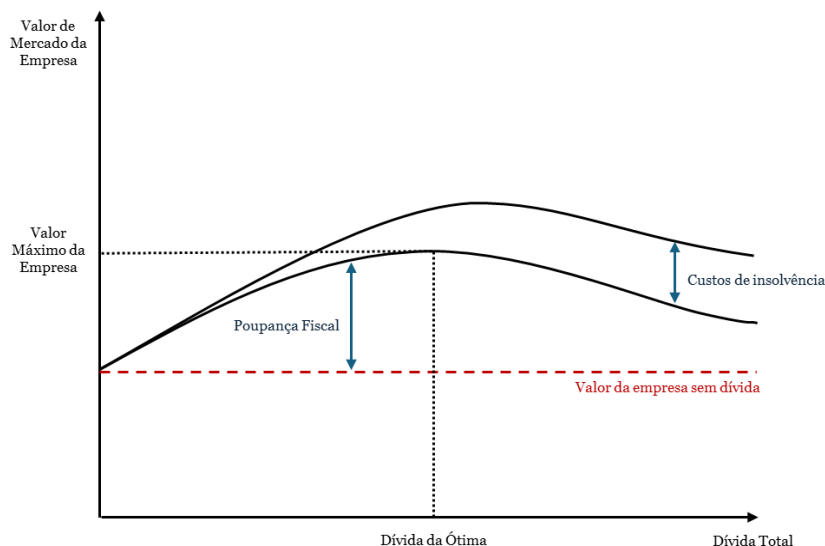


Figura 2 - Teoria do Trade-Off (adaptado de Myers, 1984).

Fonte: Elaboração própria

A TOT é utilizada pelos autores para descrever um conjunto de teorias relacionadas (Shahar et al., 2015). Através delas é perceptível que um gestor de uma empresa avalie os vários custos e benefícios dos diferentes planos de alavancagem. Assume-se frequentemente que se obtém uma solução interior, equilibrando os custos marginais e os benefícios marginais (Glover e Hambusch, 2014; Chairunnisa, Sudarsono e Tjandrasa, 2018).

A versão original da TOT surgiu do teorema de Modigliani-Miller. Com a adição do imposto sobre o rendimento das empresas à teoria original (Modigliani e Miller, 1963), criou-se um benefício para a dívida, pois esta permite proteger os lucros dos impostos. Dado que a função objetivo da empresa é linear (criar valor) e não existem custos compensatórios da dívida, isso implicaria um financiamento a 100% através de dívida. Para evitar esta previsão extrema, é necessário um custo compensatório da dívida, sendo a falência o resultado esperado. Kraus e Litzenberger (1973) forneceram uma declaração clássica da teoria, indicando que existe um ponto ótimo que reflete um equilíbrio entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência (como podemos observar na figura 2). Para Myers (1984), uma empresa que segue a TOT define um objetivo de rácio dívida/valor e gradualmente tenta mover-se em direção a esse objetivo (TOT dinâmica). Esta meta é determinada pelo equilíbrio entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência.

Existem vários aspetos na definição de Myers que merecem ser alvo de discussão como, por exemplo, o objetivo definido (ponto ótimo) não ser diretamente observável, o código fiscal aplicado pode ser bastante mais complexo do que é afirmado pela teoria, a avaliação dos custos de falência, e a implicação que os custos de transação têm perante o ajuste da dívida e perante os custos fixos e marginais (Frank e Goyal, 2008). Zambrano e Acuña (2013) apontam ainda que, embora a TOT explique a estrutura de capital entre setores e empresas propensas a endividarem-

se, carece de esclarecer o porquê de muitas empresas, com capacidade de se endividarem, não utilizarem esta capacidade ou do endividamento permanecer elevado em países com impostos reduzidos.

Ao aprofundar o estudo sobre as contribuições de Fischer et al. (1989), Frank e Goyal (2008) e Dierker et al. (2019), constata-se que existe uma divisão significativa relativamente às vertentes estática e dinâmica da TOT. A TOT estática sugere que as empresas mantêm uma estrutura de capital relativamente fixa, realizando alterações apenas quando os benefícios superam os custos, o que implica que os ajustes sejam efetuados de forma mais esporádica. Por outro lado, a TOT dinâmica propõe que as empresas fazem ajustes graduais na sua estrutura de capital, levando em conta mudanças no ambiente económico e nas condições internas. A principal diferença entre estas abordagens reside no facto de, na vertente estática, as alterações ocorrerem de forma mais reativa e pontual, enquanto na vertente dinâmica, a adaptação ao longo do tempo é mais constante. Essa distinção leva a variações empíricas nos resultados, uma vez que a abordagem dinâmica tende a refletir uma evolução mais contínua nas decisões financeiras das empresas, enquanto a abordagem estática pode resultar numa análise mais simplificada, com ajustes limitados e pontuais.

As empresas familiares tendem a ser conservadoras em relação à alavancagem (uso de dívida) como forma de financiamento (Ampenberger et al., 2013). Assim, a TOT pode nem sempre ser relevante na tomada das decisões de financiamento daquelas empresas.

A necessidade de liquidez por parte das empresas familiares é fundamental, uma vez que estas podem enfrentar a necessidade de preservá-la para acomodar diferentes interesses da família. Neste sentido, Lappalainen e Niskanen (2013) sugerem fatores como a distribuição de dividendos para uso pessoal dos membros da família ou investimentos noutros empreendimentos.

Em muitos casos, estas empresas podem estar envolvidas em diferentes setores ou ter várias unidades de negócios. A exposição a diferentes riscos intensifica-se através da diversificação dos negócios, pois o facto de se sentir necessidades distintas de financiamento pode afetar a estrutura de capital de uma empresa (Hafner e Pidun, 2022). A decisão de financiar recorrendo a fundos internos ou recorrer a fontes de financiamento externas pode variar, dependendo da saúde financeira de cada unidade de negócio.

2.2.1.2 Teoria da *Pecking Order*

A POT é uma das principais teorias no campo das finanças empresariais e explica as decisões de financiamento das empresas. A origem da POT remonta à data 1961, na qual Donaldson estudou as práticas de financiamento numa amostra de grandes empresas e constatou a sua preferência pelo financiamento através de fontes internas, surgindo casos excecionais no qual fosse necessário recorrer a fontes externas; quando tais fontes eram requeridas, os gestores tinham, por norma, aversão à emissão de ações. Mais tarde, Myers e Majluf (1984) deram seguimento à análise de Donaldson (1961), concluindo que existia de facto uma hierarquia de escolhas de

financiamento – as empresas recorrem primeiro aos lucros gerados internamente, de seguida recorrem a dívida (caso sejam necessários fundos adicionais) e, por fim, emitem capital próprio para cobrir quaisquer requisitos de capital remanescentes. A preferência por esta ordem decorre da assimetria de informação e dos custos de transação associados a cada tipo de financiamento (Myers, 1984; Vasiliou, Eriotis e Daskalakis, 2009).

Segundo Myers e Majluf (1984), a existência de assimetria de informação entre gestores e investidores externos faz com que os gestores, que possuem mais informações sobre o verdadeiro valor da empresa, evitem emitir novas ações para não sinalizar ao mercado que as ações podem estar sobrevalorizadas. Esta preocupação leva à preferência pelo uso de fundos internos, que são menos suscetíveis à avaliação negativa por parte do mercado. Bharath, Pasquariello e Wu (2009) também destacam que a qualidade da informação financeira divulgada pode atenuar os efeitos da assimetria de informação, facilitando o acesso das empresas a fontes de financiamento externas.

Os custos de transação desempenham um papel crucial na POT, o que inclui tanto os custos diretos (como taxas de emissão e despesas legais), como os custos indiretos (servindo de exemplo a potencial desvalorização das ações existentes). De acordo com Leary e Roberts (2010), os custos de transação associados à emissão de dívida e ações podem influenciar significativamente as decisões de financiamento das empresas. Demonstraram que com a presença de altos custos de emissão, as empresas são mais propensas a recorrerem-se de financiamento interno e, quando necessário, de dívida, apenas utilizando a emissão de ações como último recurso. Estudos como os de De Jong, Verbeek e Verwijmeren (2011) e Fama e French (2012) sugerem que os custos de transação variam consideravelmente entre diferentes mercados financeiros e regimes regulatórios, afetando a aplicabilidade da POT em contextos diversos. Empresas que operam em mercados com altos custos de emissão e regulamentações rigorosas tendem a seguir mais estritamente a hierarquia de preferências de financiamento proposta pela teoria, juntamente com as empresas que têm maiores restrições de crédito (Lemmon e Zender, 2019). Apesar do suporte empírico, a POT não está isenta de críticas, incluindo algumas limitações como flexibilidade limitada (Eldomiaty et al., 2017), a desconsideração por outros fatores como benefícios fiscais da dívida e custos de falência, e evidências contraditórias, como as de Fama e French (2005) e as de Leary e Roberts (2010), onde se constatou que as empresas podem emitir ações mesmo quando outras fontes de financiamento estão disponíveis.

As empresas familiares são mais conservadoras em relação ao tipo de financiamento a que recorrem e quanto maior for o número de membros da família na gestão da empresa, maior a aversão ao risco, o que pode influenciar as decisões de estrutura de capital (Duran et al., 2016). Isso deve-se ao facto de que os membros da família têm um forte vínculo emocional com o negócio e desejam proteger o património familiar (Chaudary et al., 2021). Como resultado, estas empresas geralmente priorizam o uso de recursos financeiros internos, como lucros retidos (Jansen et al., 2023), minimizando a dependência por fontes de financiamento externas.

O controlo da empresa também é uma questão essencial nas empresas familiares. Os sócios/acionistas tendem a valorizar a propriedade familiar e, portanto, podem ser reticentes em abrir o capital a investidores externos e sem ligação à família (Fama e French, 2005; Burgstaller e Wagner, 2015; Jansen et al., 2023). Em muitos casos, as empresas familiares chegam a desenvolver relações de longo prazo com instituições financeiras e outros credores, que podem permitir condições mais favoráveis na obtenção de crédito em comparação com empresas não familiares (Crocì et al., 2011; Jansen et al., 2023).

As empresas familiares dispõem de recursos internos significativos, o que lhes permite reinvestir lucros retidos e utilizar reservas financeiras acumuladas ao longo dos anos, sendo também a fonte de financiamento principal a que estas empresas recorrem (Mc Namara, 2017; Jansen et al., 2023). No entanto, a aplicação da POT pode variar consideravelmente dependendo da estratégia financeira adotada por cada família, tendo em conta os seus objetivos e a sua capacidade de autofinanciamento (Lin et al., 2008).

2.2.2 Empresas familiares e fontes de financiamento

As fontes de financiamento às quais as empresas recorrem podem ser divididas em duas categorias principais: fontes de capital próprio e fontes de capital alheio.

As fontes de financiamento por capital próprio englobam os recursos financeiros investidos pelos proprietários da empresa e ainda os lucros retidos na empresa (Heider, Hülsbeck e von Schlenk-Barnsdorf, 2022). Os membros da família podem optar por investir diretamente os seus próprios recursos na empresa, seja em dinheiro ou ativos tangíveis, como propriedades ou equipamentos, o que pode ocorrer quando os proprietários desejam expandir as operações (Heider et al., 2022). Outra vertente advém destas empresas reinvestirem parte dos lucros gerados na empresa, financiando o crescimento sem recorrerem a fontes de financiamento externas (Romano et al., 2001; Lappalainen e Niskanen, 2013).

Por outro lado, o capital alheio refere-se aos fundos que uma empresa obtém de fontes externas, como instituições financeiras, investidores não relacionados com a família e outras empresas. Surge ainda, nalguns casos, a hipótese de membros familiares poderem emprestar dinheiro à empresa, agindo como credores (Danes et al., 2009; Lee e Persson, 2016), o que pode ser útil quando a empresa precisa de um influxo de capital temporário. As empresas familiares podem solicitar empréstimos a bancos, ou outras instituições financeiras, de curto ou de médio/longo prazo. De notar que as empresas familiares preferem contrair empréstimos de longo-prazo pelo facto de lhes permitir um melhor controlo sobre os riscos e ter uma melhor e maior margem de pagamento (Hamid et al., 2015; Ginesti et al., 2023).

A opção de recorrer a investidores externos, como sociedades de capital de risco, *business-angels* ou empresas de *private equity* surge porque estes fornecem recursos financeiros em troca de participação no capital da empresa (Block, 2019). Porém, o recurso a fontes de financiamento que

envolvem a entrada de novos investidores e externos à família, não seja frequente porque tal implica redução do controlo da gestão da empresa (Croci et al., 2011).

A escolha entre o uso de capital próprio e capital alheio depende das necessidades de financiamento específicas da empresa, do perfil dos proprietários e da disposição de compartilhar o controlo da empresa com investidores externos. É importante que as empresas familiares avaliem cuidadosamente as opções disponíveis e escolham a abordagem de financiamento que melhor se alinhe com os seus objetivos e situação financeira (Koropp et al., 2014; Jansen et al., 2023).

O capital próprio apresenta uma série de vantagens significativas a serem consideradas no contexto da gestão financeira de uma empresa. Quanto maior for a dimensão da empresa e o seu capital próprio, menor é a exposição ao risco de falência e, portanto, maior será a sua capacidade de obter qualquer financiamento que seja requerido (Santos et al., 2014). A flexibilidade é outra vantagem notável do capital próprio, uma vez que sem as restrições impostas por credores ou investidores externos, a empresa tem maior liberdade para adaptar a sua estratégia financeira (por exemplo, investir em inovação e desenvolvimento) e promover a flexibilidade organizacional (Broekaert, Andries, Debackere, 2016). Mantendo o poder interno, o capital próprio preserva a autonomia da empresa e leva-a a renunciar à diversificação (Kalm e Gómez-Mejía, 2016). Não há diluição do controlo ou da propriedade sobre as operações da empresa, permitindo que os proprietários continuem a conduzir os negócios de acordo com a sua visão estratégica e a manter um balanço sobre os recursos obtidos (Upton e Petty, 2000; Tappeiner et al., 2012; Croce e Martí, 2016). Outra vantagem é a melhoria do valor da empresa e dos seus instrumentos de capital (Zellweger e Sieger, 2012). O capital próprio pode fortalecer a posição financeira da empresa, aumentando a sua capacidade de investimento e o seu valor calculado no mercado; desenvolvem-se assim relacionamentos mais favoráveis com credores e a demonstração da sua capacidade de gerar riqueza, valor e pagar dívidas, o que contribui para a construção de uma reputação sólida e confiável no mercado financeiro (Sageder, 2018).

Não obstante, apesar de as empresas familiares encararem o financiamento interno como a sua principal fonte de financiamento, pode limitar o potencial de crescimento da empresa, especialmente em projetos de longo prazo ou de expansão substancial, ainda que Duran et al. (2016) e Arregle et al. (2017) defendam que as empresas familiares possuem características e princípios que se podem vir a traduzir na sua orientação e sucesso.

A pressão aplicada sobre o fundo de maneio da empresa dificulta gestão das empresas, sendo este necessário para as operações diárias e que afeta a liquidez caso não seja uma estratégia utilizada a curto prazo (Panda e Nanda, 2018). A utilização de financiamento interno também pode resultar na perda de experiência externa, uma vez que a empresa evita a participação de investidores externos ou credores e priva-a de valiosos conhecimentos e recursos que poderiam impulsionar o seu crescimento e inovação (Aiello, Cardamone, Mannarino e Pupo, 2021).

A natureza limitada dos recursos internos pode ser inadequada para financiar projetos a longo prazo e restringe a capacidade da empresa de realizar investimentos substanciais ao longo do tempo, enquanto se for efetuada através de colaborações com fontes externas, pode favorecer efeitos positivos nas empresas familiares (Casprini et al., 2017) como, por exemplo, o acesso a novo conhecimento de tecnologias e práticas inovadoras (De Massis et al., 2015), o fortalecimento da reputação e rede de relacionamentos (Le Bretton e Miller, 2018), a diversificação de riscos e recursos, como o capital financeiro, humano e técnico (Simon e Hitt, 2003), entre outros.

Segundo Chen et al. (2010), apesar dos potenciais benefícios fiscais que a agressividade fiscal pode trazer para os proprietários de empresas familiares, estas frequentemente optam por não adotar tais estratégias. Esta decisão baseia-se em preocupações com a reputação e em conflitos de agência específicos das empresas familiares. Com uma visão de longo prazo, estas empresas valorizam a manutenção de uma boa reputação e temem as possíveis sanções fiscais, preferindo evitar práticas fiscais excessivamente agressivas, mesmo que estas possam aumentar significativamente os lucros. No entanto, este acaba por ser um assunto amplamente debatido e com diversas opiniões, pelo facto dos benefícios fiscais variarem entre países e as empresas preferirem ser mais cautelosas ao utilizarem-nos (Gaaya, Lakhali e Lakhali, 2017).

A competição mundial agressiva, a globalização e o desenvolvimento tecnológico, (entre outros aspetos), têm forçado as empresas a tornarem-se cada vez mais competitivas umas com as outras (De Massis, Frattini, Majocchi e Piscitello, 2018). O acesso ao financiamento através de capital alheio impulsiona um crescimento mais robusto e abrangente, permitindo a exploração de novas oportunidades de mercado. Segundo Koropp, Kellermanns, Grichnik e Stanley (2014), a intenção de utilizar financiamento externo (quando premeditado) está positivamente associado ao sucesso das empresas. A internacionalização através do capital alheio permitiu às empresas aproveitarem-se das economias de escala e fortalecer a sua posição competitiva no mercado, garantindo recursos cruciais para o seu desenvolvimento rápido e eficaz (Sciascia, 2012).

Capítulo III – Metodologia

No centro deste estudo, que tem por objetivo principal investigar as decisões de financiamento em contexto de empresas familiares, no contexto da POT, surge a necessidade de se adotar uma metodologia que se revele apropriada à análise. O presente capítulo apresenta a metodologia que se ajusta a esta investigação, cujo enfoque repousa num estudo de caso inserido num contexto específico, onde as características são delineadas com rigor e nitidez.

A matriz deste estudo tece-se predominantemente com fios qualitativos e interpretativos, refletindo uma abordagem que concede primazia ao próprio processo de pesquisa, para além dos resultados que venham a emergir. A condução deste estudo efetiva-se por intermédio de uma

abordagem qualitativa, mais especificamente pela via da análise de conteúdo de uma entrevista com intenções de explorar o tema em causa e cuja marca registada se une na sua inerente subjetividade e na procura pela compreensão profunda dos fenómenos que se desdobram (Moreira, 2002; Elliott e Timulak, 2021).

A abordagem qualitativa, um alicerce que não se limita à mera produção de resultados, mas também se concentra no próprio ato de pesquisa, configura-se como uma abordagem indutiva, em que os conceitos ganham vida a partir dos padrões que emergem na recolha dos dados (de Jesus Soares, 2019). É, igualmente, uma abordagem holística que reconhece a complexidade que caracteriza a realidade das empresas familiares, e flexível, adaptando-se de acordo com a natureza mutável e dinâmica que caracteriza estas organizações (Mason, 2002; Fletcher, De Massis, e Nordqvist, 2016).

Geralmente, com a abordagem qualitativa, surge o recurso a estudos de caso, o que pressupõe uma análise detalhada de uma situação particular, tirando partido da abundância de detalhes disponíveis (Ventura, 2007; Priya, 2021). Importa salientar que a opção deste estudo recai sobre o método de estudo de caso singular, o que implica uma investigação empírica abrangente, abarcando o planeamento, a colheita e a análise dos dados de forma integrada, conforme defende Yin (2018).

Na metodologia qualitativa assiste-se a uma estreita proximidade entre o sujeito da investigação e o objeto de estudo (Martins, 2004). Quando se investiga um fenómeno com características próprias, impõe-se o desenvolvimento de metodologias que coloquem a intuição, a imaginação e a procura de estruturas universais no cerne da compreensão da dinâmica subjacente.

3.1 Seleção do estudo de caso

A abordagem qualitativa permite aos investigadores explorar profundamente experiências individuais, perspetivas e contextos, com o objetivo de obter uma compreensão mais rica e contextualizada de um fenómeno em estudo. A escolha cuidadosa do estudo-caso é fundamental para garantir que a pesquisa seja relevante, representativa e capaz de responder às perguntas de pesquisa de forma eficaz.

Segundo o dicionário de Merriam-Webster (2009), um estudo de caso é diretamente definido como uma "análise intensa a uma unidade individual (seja esta uma pessoa ou comunidade), enfatizando fatores de desenvolvimento em relação ao meio ambiente.", o que Robert Stake (2008) apelida de "funcionamento específico" ou "sistema limitado". Mais recentemente, Figueiredo e Amendoeira (2018) definiram um estudo de caso como uma "abordagem metodológica de investigação, especialmente, adequada quando se procura compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão envolvidos diversos fatores."

O presente estudo de caso incidirá sobre uma empresa que tem como atividade principal a produção e comercialização de café e que opera a nível nacional desde 1961. A empresa Delta Cafés cumpre o critério de se tratar de uma empresa familiar, dado o facto do seu capital ser detido a 100% pelos membros da família do Comendador Rui Nabeiro (membro fundador), com várias gerações envolvidas na gestão e no desenvolvimento do negócio. Este aspeto é crucial para o estudo da POT, pois permite observar como as decisões de financiamento são influenciadas pela dinâmica familiar e pelos seus objetivos a longo prazo. Outro fator relevante é a posição da Delta Cafés no mercado. Sendo uma empresa consolidada, ela enfrenta diferentes desafios de financiamento comparados a empresas menores ou em crescimento. A análise de uma empresa estabelecida demonstra como a maturidade e a estabilidade do negócio influenciam as decisões de financiamento.

3.2 Recolha dos dados

A recolha de dados é uma etapa fundamental em qualquer pesquisa qualitativa e será efetuada a partir de uma entrevista.

A entrevista pode ser categorizada desde a sua natureza de implementação, aos motivos ideais contidos dentro de qualquer estudo qualitativo (Edwards e Holland, 2013). Os três tipos comuns de entrevistas incluem: entrevistas estruturadas, semiestruturadas e não estruturadas (DiCicco-Bloom e Crabtree, 2006; Gill et al., 2008; Edwards e Holland, 2013; Stuckey, 2013; Jamshed, 2014;). Além do motivo da entrevista, a principal diferença entre os vários tipos de entrevista, está no poder do entrevistador. Em cada categoria, o investigador assume algum grau de responsabilidade. Cada um desses tipos amplamente conceituados será sucintamente analisado de seguida para criar uma melhor compreensão da sua relevância em estudos qualitativos.

Os analistas reconhecem o facto de nenhuma entrevista qualitativa carecer de estrutura (Jamshed, 2014). Contudo, o grau de rigidez de atuação do entrevistador nos vários tipos de entrevista difere. As entrevistas estruturadas são totalmente controladas pelo entrevistador (que possui muito poder) e, como tal, dão ao entrevistado menos espaço para ser flexível e casual (Stuckey, 2013). Nas entrevistas estruturadas, a natureza das perguntas feitas pelo investigador é muito curta e espera-se que os sujeitos respondam de forma semelhante, com respostas curtas e diretas. Com base nos princípios de uma entrevista estruturada, fica evidente que o ambiente da entrevista é muito controlado, o que pode causar desconforto aos sujeitos e originar respostas infundadas. As entrevistas estruturadas possuem um conjunto de diretrizes que devem ser claramente observadas pelo investigador (Stuckey, 2013).

As entrevistas semiestruturadas são o tipo de entrevista mais utilizado na investigação qualitativa (Alshenqeti, 2014). Assim como as entrevistas estruturadas, este tipo de entrevista também traz um esboço de tópicos e questões elaborados pelo investigador (Stuckey, 2013). Porém, ao contrário das entrevistas estruturadas, as entrevistas semiestruturadas não possuem aderência

rígida, isto é, a sua implementação depende da forma como o entrevistado responde à questão ou aos tópicos apresentados pelo investigador.

Embora exista um conjunto de questões que guiam a entrevista, a resposta do sujeito dá ao investigador flexibilidade para formular questões mais pormenorizadas do que as inicialmente elaboradas. Esta noção também é defendida por outros autores que afirmam que as entrevistas semiestruturadas são a única fonte de informação para investigadores qualitativos dado que permitem aprofundar o conhecimento de um determinado fenómeno em estudo (DiCicco-Bloom e Crabtree, 2006).

Com base no entendimento atual, nenhuma entrevista pode ser qualificada como sendo verdadeiramente não estruturada. No entanto, certas entrevistas são desarticuladas na sua natureza de implementação e atribuem um determinado rótulo (Adhabi e Anozie, 2017). Ao estudar certos aspetos de questões sociais do dia-a-dia, os investigadores têm de se tornar parte daquilo que estão a estudar, o que permite que eles observem, apontem os assuntos principais e façam perguntas informalmente, enquanto tiram anotações (Stake, 2008). Esta forma de entrevista carece de ser conceituada como entrevista narrativa (Stuckey, 2013). Embora com conceituação diferente, o modo narrativo da pergunta é uma espécie de entrevista não estruturada (Muylaert et al., 2014). Significativamente, as entrevistas não estruturadas são conversas controladas que atendem aos interesses do investigador.

Desta forma, foi realizada uma entrevista, neste estudo de caso que se enquadra como sendo semiestruturada, devido a seguir um determinado guião, e ainda, ter uma componente aberta que pode variar consoante o decorrer da mesma. A entrevista contou com o *Controller* Financeiro (CF) da Delta Cafés, que contribuiu com conhecimentos de diferentes campos, nomeadamente da área financeira (tendo obtido apoio prévio da Coordenadora do Planeamento e Controlo de Gestão) e da área de recursos humanos (onde contou com informação proveniente da Diretora dos Recursos Humanos).

Por forma a obter um enquadramento inicial da empresa, o CF forneceu um background no início da entrevista que sumariza e caracteriza a “Delta Cafés” antes do próprio decorrer da entrevista. O entrevistado, tem 45 anos e possui uma licenciatura em economia e uma graduação em controlo e finanças. A entrevista decorreu durante 1h30, via Microsoft Teams. O guião de entrevista encontra-se em anexo.

Capítulo IV - Resultados

Depreendeu-se da entrevista que a empresa Delta Cafés, sediada em Campo Maior, no distrito de Portalegre, Alentejo, e fundada em 1961, se destaca atualmente como uma das maiores produtoras

e comercializadoras de café do mundo. O capital social da empresa permanece inteiramente nas mãos da família do fundador, o Comendador Rui Nabeiro, sendo distribuído entre a sua esposa, os seus dois filhos e netos, o que reforça o legado familiar.

Observou-se que, com um crescimento exponencial, a Delta Cafés conta com cerca de 3.200 funcionários e atua como a empresa matriz dentro do conglomerado das 40 empresas do Grupo Nabeiro – Delta Cafés. A entrevista sugeriu que, enquanto a empresa demonstra um alto nível de maturidade no mercado português, a sua expansão internacional varia conforme a região geográfica. A diversidade da carteira de negócios da empresa adiciona complexidade à avaliação do seu estágio de vida em diferentes áreas globais. Os principais mercados de exportação incluem Espanha, Angola, Brasil e China. As ambições da empresa, que incluem estar entre as dez maiores exportadoras mundiais de café, parecem ser perseguidas através de uma contínua inovação, rigor e compromisso com a satisfação dos clientes.

Os processos de gestão na Delta Cafés requerem de uma validação hierárquica do Conselho de Administração, este que, segundo o CF, “é muito presente na tomada de decisão e bem assessorado” na realização da mesma.

Rui Miguel Nabeiro, neto do Comendador Rui Nabeiro, assumiu o controlo da empresa do seu avô como CEO no ano de 2021. Numa entrevista ao Jornal Expresso², revelou-se que Rui Miguel já era predestinado a gerir a Delta Cafés pelo facto do Comendador ter há muito tempo a questão da sucessão resolvida. Através de um protocolo familiar, foi possível estabelecer que o capital da empresa estaria sempre protegido e afeto à família do Comendador Nabeiro, neste caso, aos seus dois filhos e quatro netos. Ao assumir o encargo de CEO, Rui Miguel Nabeiro passou herdar uma empresa avaliada no valor de 400 milhões de euros, sob a qual dispõe o papel principal no conselho de gestão.

Antes do falecimento do Comendador Rui Nabeiro, fomentou-se um modelo de gestão que se alinha com teorias contemporâneas, caracterizado por não ser fixo, mas por seguir determinados padrões. Deu-se a entender no decorrer da entrevista que o Comendador, enquanto líder do Conselho, considerava os colaboradores o recurso mais valioso da empresa, enfatizando a importância de mantê-los motivados e satisfeitos no desempenho das suas funções.

Esses elementos indicam que o sucesso atual da Delta Cafés está associado não apenas à qualidade dos seus produtos, mas também à sua abordagem de gestão, que valoriza a tomada de decisões pela alta direção e reconhece a importância das contribuições individuais dos colaboradores, alinhadas com os interesses da organização.

² Consultar: <https://expresso.pt/podcasts/o-ceo-e-o-limite/2023-01-02-Rui-Miguel-Nabeiro-CEO-da-Delta-Cafes-Quando-somos-da-familia-temos-de-provar-o-triplo-dos-outros-95ea562c>

Ao longo dos anos a empresa realizou diferentes investimentos e procurou constantemente criar projetos que não se concentram apenas na Delta Cafés, ou seja, a sociedade mãe financia as outras empresas do Grupo Nabeiro consoante as necessidades das mesmas. Esta abordagem de financiamento reflete-se na POT, que é seguida pelo grupo, onde se privilegia o uso de fundos internos antes de recorrer a financiamento externo. O CF refere que é a área financeira que se encarrega de contemplar “as opções estratégicas, seguindo a hierarquia até aprovação da administração”, o que está em concordância com a POT, que sugere que as empresas preferem financiamento interno (lucros retidos), seguido de dívida, e finalmente, como última opção, a emissão de novas ações.

A prova que nenhum departamento da Delta Cafés se desvia à preferência pela utilização de lucros retidos é o departamento de I&D, que “não é exceção” ao recurso deste tipo de financiamento. Consta que além de um investimento de cerca de 40/50M€ em obras e em otimizações de processos e de produção nas suas fábricas, o principal projeto da Delta nestes últimos anos consistiu numa máquina de extração de café ao contrário – Rise Delta Q - tendo sido apresentado em 2017 na Web-Summit e que apareceu mais recentemente no mercado; complementou-se que o projeto começou em 2015 e surgiu como uma simples ideia de um colaborador da empresa, o que confirma, mais uma vez, o valor que estes têm para a Delta Cafés.

Trata-se de uma empresa com vasta experiência no mercado, pelo que está sempre a par da sua concorrência, mas não utiliza nem se guia pelas decisões de financiamento das outras empresas: “é rara a empresa que atua como a Delta”, seja a nível de poder financeiro, seja na capacidade para “gerar (...) fundos para se autofinanciar em tantas frentes”.

Apesar de não ser comum para a Delta ter parcerias numa vertente de pesquisa ou de financiamento, a Rise Delta Q contou com a interveniência do designer francês Philippe Starck para desenhar o produto.

Dentro da linha de produtos inovadores a Delta conta com o Centro de Inovação do Grupo Nabeiro – Diverge – um grupo/secção que usufrui de um orçamento próprio (ainda que proveniente de autofinanciamento) e que surge com visões estratégicas de produtos perante o mercado atual. Nos dias de hoje, este é o grupo que incorpora e permite a intervenção dos colaboradores com as suas ideias. Aqui, a POT é novamente visível, uma vez que o autofinanciamento é a principal fonte de recursos, em concordância com a preferência do grupo pela utilização de fundos internos. É especialmente neste tipo de projetos que a Delta Cafés tem em conta que o “quadro macroeconómico mundial tem sofrido alterações, o que leva as empresas a escolherem cada vez mais as opções de financiamento mais vantajosas, por isso, de acordo com o investimento e a área geográfica em que atua, o grupo adapta a sua política”, revelou o CF; acrescentou que “a nível nacional a Delta atingiu um nível de maturidade (pelo menos, no segmento do café), enquanto que a nível internacional não se pode dizer o mesmo”.

Destacou-se que o “procedimento base” relativamente às decisões de financiamento passa por: aprovação da Comissão de Administração, seguida da Comissão Executiva e os membros de 1ª linha. Antes de serem aprovadas as verbas necessárias e tidos em conta os gastos de um projeto pelos membros anteriormente referidos, é feita uma avaliação pelo CFO. O CF refere também que o Departamento Financeiro está sempre “na dependência hierárquica da comissão de gestão”, esta que é composta por membros da família Nabeiro e tem, como líder da mesma, o empresário e neto do Comendador Nabeiro, Rui Miguel Nabeiro.

O financiamento da Delta segue uma abordagem clara e definida. Quando questionado sobre “a ordem de preferências na escolha das fontes de financiamento, priorizando lucros retidos, seguidos por capital alheio e, por fim, a abertura de capital a novos investidores externos à empresa”, o CF mencionou que “o grupo, no seu crescimento, tem usufruído de uma estabilidade financeira que permite utilizar os capitais próprios, mas ajusta sempre as suas opções consoante o investimento em causa e as condições de mercado propostas.” Destacou-se ainda na entrevista que a Delta possui lucros suficientes para suportar os custos de produção e também os que são utilizados para novos projetos, sendo que os lucros retidos advêm do passado e a dívida bancária é praticamente inexistente.

A abertura de capital a novos investidores externos à empresa está, como referido pelo CF, “completamente fora de questão”, seguindo a vontade do Comendador e tendo como base todos os lucros gerados pela empresa, que são mais que suficientes para sustentar o atual desenvolvimento da mesma.

O autofinanciamento através de lucros retidos também tem um papel importante no orçamento do departamento de I&D que é composto pela equipa Diverge Delta Cafés.

Ainda que com uma posição bastante consolidada no mercado, a Delta procura continuar a crescer e a investir em novos projetos e em melhorias de otimização de processos. O entrevistado referiu que mais recentemente a empresa tem investido em promover práticas sustentáveis e de responsabilidade social, tendo sido fornecidos diferentes exemplos por cada um deles na entrevista, como a compra de matérias primas sustentáveis, a criação de um museu do café (com fim cultural), a participação em eventos de donativo, estudos de pegada de carbono, aquisição de frotas de carros elétricos, instalação de painéis fotovoltaicos, entre outros; os próprios produtos também começam a ser pensados num ponto de vista ambiental (cápsulas biodegradáveis), com intuito de chegar até aos consumidores mais rigorosos.

Todos os processos de investimentos da Delta passam por um estudo de mercado e variam muito financeiramente, tanto com a dimensão do produto que se espera vender, como o mercado onde se irá inserir, onde são avaliadas taxas de juro e a variabilidade do mercado, as taxas de câmbio que surge como um fator principal quando se pretende inserir um produto noutra país, os mercados de aquisições e, acima de tudo, o que o negócio vai requerer para poder proceder e ganhar relevância uma vez que pronto para apresentar ao público.

O CF referiu que apesar do nível de maturidade atingido no mercado nacional e do processo de desenvolvimento internacional, é objetivo da empresa “alcançar o top 10 mundial” do setor, através de uma visão inovadora e da criação de novos produtos de alta qualidade. Por estar alinhado com o interesse comum dos colaboradores da Delta, este sempre foi um pensamento unânime entre os colaboradores da empresa. Ressalvou-se continuamente que qualquer um destes investimentos contará certamente com o financiamento interno através de lucros retidos.

Capítulo V - Conclusões e implicações

As conclusões deste estudo sublinham a importância da teoria da *pecking order* no contexto das empresas familiares, com uma ênfase particular na preferência pelo financiamento interno através da retenção de lucros.

Esta investigação baseou-se numa abordagem qualitativa, tendo por base a realização de uma entrevista semiestruturada que incidiu sobre tópicos relacionados com a teoria da *pecking order* nas empresas familiares. Para se conseguir responder a estas perguntas foi escolhida a Delta Cafés, uma empresa de grande dimensão, considerada familiar, e baseada no distrito de Portalegre, Campo Maior.

O estudo demonstra que a aversão ao risco e a procura pela manutenção do controlo são fatores determinantes nas decisões financeiras, refletindo-se na ordem de preferências seguida na seleção de fontes de financiamento. As empresas familiares tendem a priorizar o autofinanciamento e, em menor grau, o endividamento, evitando ao máximo a emissão de novas ações para não diluir o controlo sobre as suas ações. Este comportamento é consistente com a literatura que sugere que as empresas familiares, devido à sua estrutura única e dinâmica interna, preferem métodos de financiamento que não comprometam o controlo familiar. O estudo realça que a teoria da *pecking order* não é apenas um conceito teórico, mas uma prática observável nas decisões de financiamento de empresas familiares.

Através da entrevista realizada à empresa “Delta Cafés”, concluiu-se que esta segue a POT nas suas decisões de financiamento. A sua forma de atuar perante uma decisão de escolher o tipo de financiamento utilizado é claramente de optar pelo financiamento interno, este que é obtido através dos lucros retidos. Por vezes, dependendo da área geográfica onde se irá realizar um determinado projeto ou investimento, a Delta poderá recorrer à segunda opção de financiamento: empréstimo proveniente de bancos. Segundo a POT, surge em terceiro lugar a opção de abertura de capital a novos investidores externos à empresa, opção que é excluída por completo pela Delta, visto esta se encontrar financeiramente estável e ter o intuito de preservar totalmente o capital da família Nabeiro (como o fazem desde que a empresa foi fundada). Apesar de o estudo-caso se focar unicamente numa empresa (de grande impacto em Portugal), a investigação assumiu ao

longo do seu percurso que as empresas familiares optam, de uma forma geral e caso lhes seja financeiramente permitido, pelo financiamento interno por ser uma opção mais conservadora, evitando abertura do capital da empresa a investidores externos e também o aumento de dívidas.

Apesar da grande capacidade financeira, a empresa baseada no Alentejo demonstra um elevado grau de planeamento e cautela quando aborda novos projetos. Uma característica da Delta Cafés é o facto de recorrer várias vezes às ideias dos seus funcionários, tentando através de um departamento próprio da sua estrutura transformar essas mesmas ideias em produtos/serviços reais. Esta ideologia está presente na Delta Cafés desde que foi criada e implementada pelo próprio Comendador Rui Nabeiro.

A Delta Cafés está afirmada a nível nacional e no decorrer da entrevista, a perspetiva internacional foi clara: atingir brevemente o top 10 mundial do setor de venda e comercialização de café. Além dos produtos vendidos internacionalmente, (como é o caso da máquina de extração de café invertida que foi apresentada ao longo do estudo-caso), a Delta Cafés já tomou como costume a prática de diversos atos sustentáveis e culturais, o que a permite ir mais longe não só na qualidade do que vende, mas que se estende até à mentalidade dos consumidores mais exigentes.

O processo de financiamento da Delta Cafés inicia-se no departamento financeiro, que avalia e dispõe as opções estratégicas, levando a decisão para a aprovação final pela administração. O CFO desempenha um papel central na avaliação de cada projeto antes da aprovação pela Comissão de Administração e pela Comissão Executiva. Todas as decisões financeiras estão sob a supervisão da família Nabeiro, com Rui Miguel Nabeiro, neto do fundador, no comando do conselho de gestão, garantindo que as decisões sigam a política tradicional do grupo, que favorece a autonomia financeira.

O envolvimento familiar é crucial nas decisões de financiamento da Delta Cafés. A preservação do controlo familiar e a proteção do capital social são pilares fundamentais da empresa. A política financeira é fortemente influenciada pelo legado deixado pelo Comendador Rui Nabeiro, que sempre priorizou o uso de financiamento interno para garantir o crescimento sustentado e evitar a dependência de fontes externas. Este legado continua sob a liderança de Rui Miguel Nabeiro, que mantém a linha estratégica de autofinanciamento, refletindo os valores familiares de independência e controlo. A decisão de não abrir o capital a investidores externos é um exemplo claro da influência familiar no controlo das fontes de financiamento.

Visto a Delta Cafés apresentar novos projetos todos os anos e ter intenções de continuar a inovar para poder perseguir a sua concorrência internacional e talvez um dia ultrapassá-la, não se referiram possíveis futuros projetos em específico, além da contínua procura por práticas mais sustentáveis e a recorrente utilização do financiamento interno.

As limitações deste projeto derivam principalmente do facto dos resultados obtidos terem incidido apenas numa empresa familiar que, neste caso concreto, pode não representar o caso das

outras empresas portuguesas. No entanto, serve frisar que, quando possibilitadas financeiramente, grande parte das empresas recorrem ao financiamento interno conforme dita a teoria estudada ao longo desta investigação. Além desta restrição, devemos ter em conta que a POT representa uma perspetiva teórica para decisões financeiras, sendo que existem outras teorias que o fazem, tal como a TOT e a teoria da agência.

Por fim, como futuras linhas de investigação, existem diversos tópicos a abordar na perspetiva de que as empresas familiares, para além da sua própria designação, têm fatores bastantes variáveis, como o efeito das dinâmicas de sucessão, isto é, a forma como os processos de sucessão e transição de liderança dentro da família impactam as preferências de financiamento em conformidade com a POT; a resiliência financeira perante crises económicas também pode ser uma linha de estudo a seguir, uma vez que os períodos de instabilidade financeira em empresas familiares é um tema ainda bastante vago e estas são entidades com um conjunto de características e uma forma de se comportarem bastante específicas.

Referências bibliográficas

- Abraham, F., Cortina Lorente, J. J., & Schumkler, S. L. (2020). Growth of global corporate debt: Main facts and policy challenges. *World Bank Policy Research Working Paper*, (9394).
- Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C., & Hirsch, C. (2018). Real effects of the sovereign debt crisis in Europe: Evidence from syndicated loans. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 2855-2896.
- Adhabi, E., & Anozie, C. B. (2017). Literature review for the type of interview in qualitative research. *International Journal of Education*, 9(3), 86-97.
- Aiello, F., Cardamone, P., Mannarino, L., & Pupo, V. (2021). Does external R&D matter for family firm innovation? Evidence from the Italian manufacturing industry. *Small Business Economics*, 57, 1915-1930.
- Alshenqeeti, H. (2014). Interviewing as a Data Collection Method: A Critical Review. *English Linguistics Research*, 3(1), 39.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7, 247-275.
- Arregle, J. L., Duran, P., Hitt, M. A., & Van Essen, M. (2017). Why is family firms' internationalization unique? A meta-analysis. *Entrepreneurship theory and practice*, 41(5), 801-831.
- Arregle, J. L., Chirico, F., Kano, L., Kundu, S. K., Majocchi, A., & Schulze, W. S. (2021). Family firm internationalization: Past research and an agenda for the future. *Journal of International Business Studies*, 52(6), 1159-1198.
- Arzubiaga, U., De Massis, A., Maseda, A., & Iturralde, T. (2023). The influence of family firm image on access to financial resources in family SMEs: a signaling theory perspective. *Review of Managerial Science*, 17(1), 233-258.
- Astrachan, C. B., Botero, I., Astrachan, J. H., & Prügl, R. (2018). Branding the family firm: A review, integrative framework proposal, and research agenda. *Journal of Family Business Strategy*, 9(1), 3-15.
- Bharath, S. T., Pasquariello, P., & Wu, G. (2009). Does asymmetric information drive capital structure decisions?. *The review of financial studies*, 22(8), 3211-3243.

- Block, J., Fisch, C., Vismara, S., & Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of corporate finance*, 58, 329-352.
- Botella-Carrubi, M. D., & González-Cruz, T. F. (2019). Context as a provider of key resources for succession: A case study of sustainable family firms. *Sustainability*, 11(7), 1873.
- Broekaert, W., Andries, P., & Debackere, K. (2016). Innovation processes in family firms: the relevance of organizational flexibility. *Small Business Economics*, 47, 771-785.
- Burgstaller, J., & Wagner, E. (2015). How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? Evidence from a bank-based economy. *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 73-101.
- Caetano, A. C. C. (2011). Decisões da estrutura de capitais das PME da Beira Interior: teoria do Trade-off versus teoria da Pecking Order (*Doctoral dissertation, Universidade da Beira Interior (Portugal)*).
- Case of Study (n.d.). Merriam-Webster. (2009). *Merriam-Webster's Collegiate Dictionary (10th ed.)*.
- Casprini, E., De Massis, A., Di Minin, A., Frattini, F., & Piccaluga, A. (2017). How family firms execute open innovation strategies: the Loccioni case. *Journal of Knowledge Management*, 21(6), 1459-1485.
- Chairunnisa, S., Sudarsono, R., & Tjandrasa, B. B. (2018). Testing of dynamic trade-off theory on leverage decision. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15(5), 27-35.
- Chaudhary, S., Dhir, A., Ferraris, A., & Bertoldi, B. (2021). Trust and reputation in family businesses: A systematic literature review of past achievements and future promises. *Journal of Business Research*, 137, 143-161.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of financial economics*, 95(1), 41-61.
- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14, 106-133.
- Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860-897.

- Croce, A., & Martí, J. (2016). Productivity growth in private–equity–backed family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice, 40*(3), 657-683.
- Danes, S. M., Stafford, K., Haynes, G., & Amarapurkar, S. S. (2009). Family capital of family firms: Bridging human, social, and financial capital. *Family business review, 22*(3), 199-215.
- de Jesus Soares, S. (2019). Pesquisa científica: uma abordagem sobre o método qualitativo. *Revista Ciranda, 3*(1), 1-13.
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance, 35*(5), 1303-1314.
- De Massis, A., Di Minin, A., & Frattini, F. (2015). Family-driven innovation: Resolving the paradox in family firms. *California Management Review, 58*(1), 5-19.
- De Massis, A., Frattini, F., Majocchi, A., & Piscitello, L. (2018). Family firms in the global economy: Toward a deeper understanding of internationalization determinants, processes, and outcomes. *Global Strategy Journal, 8*(1), 3-21.
- Dell'Ariccia, G., & Marquez, R. (2008). Can cost increases increase competition? Asymmetric information and equilibrium prices. *The Rand Journal of Economics, 39*(1), 144-162.
- Delgado, M. F. R. V. L. (2019). Financing decisions in family businesses: the Portuguese example (Master's thesis).
- Delgado-García, J. B., Blanco-Mazagatos, V., Romero-Merino, M. E., & Díaz-Portugal, C. (2023). Family CEO affect and R&D investments of family firms: The moderation effect of family ownership structure. *Long Range Planning, 56*(5), 102230.
- DiCicco-Bloom, B., & Crabtree, B. F. (2006). The qualitative research interview. *Medical Education, 40*(4), 314-321.
- Dierker, M., Lee, I., & Seo, S. W. (2019). Risk changes and external financing activities: Tests of the dynamic trade-off theory of capital structure. *Journal of Empirical Finance, 52*, 178-200.
- Donaldson, G. (1961). Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. *Beard Books*.
- Duran, P., Kammerlander, N., Van Essen, M., & Zellweger, T. (2016). Doing more with less: Innovation input and output in family firms. *Academy of management Journal, 59*(4), 1224-1264.

- Duran, P., Kostova, T., & van Essen, M. (2017). Political ideologies and the internationalization of family-controlled firms. *Journal of World Business, 52*(4), 474-488.
- Edwards, R., & Holland, J. (2013). What is qualitative interviewing? (p. 128). *Bloomsbury Academic*.
- Eldomyaty, T. I., Azzam, I., El Din, M. B., Mostafa, W., & Mohamed, Z. (2017). An empirical assessment of the reality of pecking order theory. In *Growing Presence of Real Options in Global Financial Markets* (pp. 43-73). *Emerald Publishing Limited*.
- Elliott, R., & Timulak, L. (2021). Essentials of descriptive-interpretive qualitative research: a generic approach. *American Psychological Association*.
- Fakhroni, Z., Irwansyah, I., & Pattipawaej, N. C. (2022). Life cycle and external fund: perspective of trade-off theory and pecking order theory. *Inovasi: Jurnal Ekonomi, Keuangan, dan Manajemen, 18*, 96-103.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2005). Financing decisions: who issues stock?. *Journal of financial economics, 76*(3), 549-582.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2012). Capital structure choices, *Critical Finance Review, 1*: 59-101.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2022). Debt maturity in family firms: Heterogeneity across countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 81*, 101681.
- Figueiredo, M. D. C., & Amendoeira, J. (2018). O estudo de caso como método de investigação em enfermagem. *Revista da UIIPS–Unidade de Investigação do Instituto Politécnico de Santarém, 6*(2), 102-107.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The journal of finance, 44*(1), 19-40.
- Fletcher, D., De Massis, A., & Nordqvist, M. (2016). Qualitative research practices and family business scholarship: A review and future research agenda. *Journal of family business strategy, 7*(1), 8-25.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance, 135-202*.
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2020). The pecking order theory of capital structure: Where do we stand?.

- Fulghieri, P., Garcia, D., & Hackbarth, D. (2020). Asymmetric information and the pecking (dis) order. *Review of Finance*, 24(5), 961-996.
- Gaaya, S., Lakhal, N., & Lakhal, F. (2017). Does family ownership reduce corporate tax avoidance? The moderating effect of audit quality. *Managerial Auditing Journal*, 32(7), 731-744.
- Gill, P., Stewart, K., Treasure, E., & Chadwick, B. (2008). Methods of data collection in qualitative research: interviews and focus groups. *British dental journal*, 204(6), 291-295.
- Ginesti, G., Ossorio, M., & Dawson, A. (2023). Family businesses and debt maturity structure: Focusing on family involvement in governance to explain heterogeneity. *Journal of Family Business Strategy*, 100563.
- Gottardo, P., & Maria Moisello, A. (2014). The capital structure choices of family firms: Evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Managerial Finance*, 40(3), 254-275.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137.
- Graafland, J. (2020). Family business ownership and cleaner production: Moderation by company size and family management. *Journal of Cleaner Production*, 255, 120120.
- Hafner, C., & Pidun, U. (2022). Getting family firm diversification right: A configurational perspective on product and international diversification strategies. *Journal of Family Business Strategy*, 13(1), 100456.
- Hamid, M. A., Abdullah, A., & Kamaruzzaman, N. A. (2015). Capital structure and profitability in family and non-family firms: Malaysian evidence. *Procedia Economics and Finance*, 31, 44-55.
- Harms, H. (2014). Review of family business definitions: cluster approach and implications of heterogeneous application for family business research. *International Journal of Financial Studies*, 2(3), 280-314.
- Heider, A., Hülsbeck, M., & von Schlenk-Barnsdorf, L. (2022). The role of family firm specific resources in innovation: An integrative literature review and framework. *Management Review Quarterly*, 72(2), 483-530.
- Heino, N., Tuominen, P., & Jussila, I. (2020). Listed family firm stakeholder orientations: The critical role of value-creating family factors. *Journal of Family Business Strategy*, 11(4), 100376.

- Hernández-Perlines, F., Araya-Castillo, L., Millán-Toledo, C., & Cisneros, M. A. I. (2023). Socioemotional wealth: A systematic literature review from a family business perspective. *European Research on Management and Business Economics*, 29(2), 100218.
- Hughes, J. S., Liu, J., & Liu, J. (2007). Information asymmetry, diversification, and cost of capital. *The accounting review*, 82(3), 705-729.
- Jamshed, S. (2014). Qualitative research method-interviewing and observation. *Journal of basic and clinical pharmacy*, 5(4), 87-88
- Jansen, K., Michiels, A., Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2023). Financing decisions in private family firms: a family firm pecking order. *Small Business Economics*, 61(2), 495-515.
- Jiang, F., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Zhu, B. (2017). A pecking order of shareholder structure. *Journal of Corporate Finance*, 44, 1-14.
- Jones, B. T., Chandler, N., Németh, J. P., Szarucki, M., & Kubica, I. (2018). *Fundamentals of SME Management*.
- Glover, K., & Hambusch, G. (2014). The trade-off theory revisited: On the effect of operating leverage. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 2-22.
- Kalm, M., & Gómez-Mejía, L. R. (2016). Socioemotional wealth preservation in family firms. *Revista de Administração (São Paulo)*, 51, 409-411.
- Keasey, K., Martinez, B., & Pindado, J. (2015). Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. *Journal of Corporate Finance*, 34, 47-63.
- King, R., & Peng, W. Q. (2013). The effect of industry characteristics on the control longevity of founding-family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 4(4), 281-295.
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial decision making in family firms: An adaptation of the theory of planned behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307-327.
- Kotlar, J., De Massis, A., Fang, H., & Frattini, F. (2014). Strategic reference points in family firms. *Small Business Economics*, 43, 597-619.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Lansberg, I. (1999). Succeeding generations: Realizing the dream of families in business. *Harvard Business Review Press*.

- Lappalainen, J., & Niskanen, M. (2013). Behavior and attitudes of small family firms towards different funding sources. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 26(6), 579-599.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of financial economics*, 95(3), 332-355.
- Lee, S., & Persson, P. (2016). Financing from family and friends. *The Review of Financial Studies*, 29(9), 2341-2386.
- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2019). Asymmetric information, debt capacity, and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(1), 31-59.
- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2018). Beyond the firm: Business families as entrepreneurs. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(4), 527-536.
- Li, K., Xiang, Y., Zhou, C., & Lin, R. (2023). Promote or inhibit: State-owned equity participation and family firms' innovation investment. *Journal of Innovation & Knowledge*, 8(2), 100354.
- Lin, Y. H., Hu, S. Y., & Chen, M. S. (2008). Testing pecking order prediction from the viewpoint of managerial optimism: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2), 160-181.
- López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, 20(4), 269-287.
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31, 117-136.
- Martinez, A. L., & Ramalho, G. C. (2014). Family firms and tax aggressiveness in Brazil. *International business research*, 7(3), 129.
- Martins, H. H. T. (2004). Metodologia qualitativa de pesquisa. *Educação e pesquisa*, 30(02), 289-300.
- Mason, J. (2002) Qualitative Researching. 2nd Edition, *Sage Publications, London*.
- Matias, F., Salsa, L., & Afonso, C. (2018). Capital structure of Portuguese hotel firms: a structural equation modelling approach. *Tourism & Management Studies*, 14, 73-82.
- Mc Namara, A., Murro, P., & O'Donohoe, S. (2017). Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 43, 122-138.

- Michiels, A., & Molly, V. (2017). Financing decisions in family businesses: A review and suggestions for developing the field. *Family Business Review*, 30(4), 369-399.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers?. *Journal of corporate finance*, 13(5), 829-858.
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 433-443.
- Moreira, D. A. (2002). Método fenomenológico na pesquisa. *Cengage Learning Editores*.
- Motylska-Kuzma, A. (2017). The financial decisions of family businesses. *Journal of family business management*, 7(3), 351-373.
- Muylaert, C. J., Sarubbi Jr, V., Gallo, P. R., Neto, M. L. R., & Reis, A. O. A. (2014). Narrative interviews: an important resource in qualitative research. *Revista da Escola de Enfermagem da USP*, 48(SPE2), 184-189.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 15(2), 81-102.
- 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.
- Panda, A. K., & Nanda, S. (2018). Working capital financing and corporate profitability of Indian manufacturing firms. *Management Decision*, 56(2), 441-457.
- Priya, A. (2021). Case study methodology of qualitative research: Key attributes and navigating the conundrums in its application. *Sociological Bulletin*, 70(1), 94-110.
- Rahman, M. T. (2019). Testing trade-off and pecking order theories of capital structure: Evidence and arguments. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 63.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of business venturing*, 16(3), 285-310.
- Sageder, M., Mitter, C., & Feldbauer-Durstmüller, B. (2018). Image and reputation of family firms: a systematic literature review of the state of research. *Review of Managerial Science*, 12, 335-377.

- Santos, M. S., Moreira, A. C., & Vieira, E. S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management & Governance*, *18*, 1063-1107.
- Serrasqueiro, Z. S., Armada, M. R., & Nunes, P. M. (2011). Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different?. *Service Business*, *5*, 381-409.
- Sciascia, S., Mazzola, P., Astrachan, J. H., & Pieper, T. M. (2012). The role of family ownership in international entrepreneurship: Exploring nonlinear effects. *Small Business Economics*, *38*, 15-31.
- Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking & Finance*, *37*(2), 257-272.
- Shahar, W. S. S., Shahar, W. S. S., Bahari, N. F., Ahmad, N. W., Faisal, S., & Rafdi, N. J. (2015). A review of capital structure theories: Trade-off theory, pecking order theory, and market timing theory. *In Proceeding of the 2nd International Conference on Management and Muamalah* (pp. 240-247).
- Shanker, M.C., Astrachan, J.H., 1996. Myths and realities: family businesses' contribution to US economy – A framework for assessing family business statistics. *Family Business Review* *9* (2), 107–123.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship theory and practice*, *27*(4), 339-358.
- Stake, R. E. (2008). *Qualitative case studies*.
- Stuckey, H. L. (2013). Three types of interviews: Qualitative research methods in social health. *Journal of Social Health and Diabetes*, *1*(2), 56-59.
- Tappeiner, F., Howorth, C., Achleitner, A. K., & Schraml, S. (2012). Demand for private equity minority investments: A study of large family firms. *Journal of family business strategy*, *3*(1), 38-51.
- Upton N. & Petty W. (2000). Venture capital and U.S. family business. *Venture Capital*, *2*(1), 27–39.
- Vasiliou, D., Eriotis, N., & Daskalakis, N. (2009). Testing the pecking order theory: the importance of methodology. *Qualitative Research in Financial Markets*, *1*(2), 85-96.
- Ventura, M. M. (2007). O estudo de caso como modalidade de pesquisa. *Revista SoCERJ*, *20*(5), 383-386.

- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Wang, Z., Randolph, R. V., Su, E., & Memili, E. (2023). the founding family matter in corporate governance? A study of the entrenchment heterogeneity among S&P 1,500 firms. *Journal of Business Research*, 154, 113362.
- Wilson, K. E., & Silva, F. (2013). Policies for Seed and Early Stage Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire. Technology and Industry Policy Papers, 9. *Organization for Economic Cooperation and Development*.
- Yin, R. K. (2018). Case Study Research: Design and Methods. Em SAGE (Ed.), *The Modern Language Journal (6a Edição, Vol. 90)*. L.A
- Yuan, W., & Wu, Z. (2018). Commentary: A value perspective of family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(2), 283-289.
- Zahra, S. A. (2012). Organizational learning and entrepreneurship in family firms: exploring the moderating effect of ownership and cohesion. *Small Business Economics*, 38(1), 51-65.
- Zambrano-Vargas, S. M., & Acuña Corredor, G. A. (2013). Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios SAESP. *Apuntes del CENES*, 32(56), 205-236.
- Zellweger, T., & Sieger, P. (2012). Entrepreneurial orientation in long-lived family firms. *Small Business Economics*, 38, 67-84.

Anexos

Guião da entrevista

Introdução e Consentimento:

- Esta entrevista pode ser gravada para utilizar para o estudo?

Contextualização e caracterização do entrevistado:

- Nome completo?
- Qual a idade do entrevistado? Habilitações? Género?
- A pessoa que estou a entrevistar é membro familiar ou não familiar do fundador da Delta?
- Que funções desempenha em específico?

Enquadramento da empresa:

- Localização da sede?
- Número de colaboradores?
- Idade da empresa?
- Atividade exercida pela empresa?
- CAE da empresa?
- Forma jurídica?
- Número de sócios da empresa?
- Parentesco entre os sócios?

Propriedade do capital:

- Qual é a estrutura da propriedade da empresa?
- Como está distribuído o capital social da empresa?
- Qual a percentagem de capital social que a família detém da empresa (caso não seja detido na totalidade pela mesma)?

Projetos e Financiamento:

- Quais são as principais fontes de financiamento utilizadas pela Delta Cafés?
- Tendo opção de escolha, qual a ordem preferencial das fontes de financiamento?
- Existe uma relação entre a gestão partilhada familiar da Delta Cafés e a forma como a empresa escolhe as suas fontes de financiamento segundo a ordem: 1º lucros retidos; 2º capital alheio e por último a abertura de capital a novos investidores externos à empresa?
- Podia partilhar alguns dos projetos mais recentes da Delta Cafés e qual foi a forma de financiamento utilizada para estes projetos?

Decisões de financiamento:

- Como se processa concretamente quem inicia a escolha de fontes de financiamento e de quem é a decisão final sobre a escolha das fontes de financiamento?
- De que forma a escolha preferencial hierárquica das fontes de financiamento utilizadas pela Delta Café é afetada pelo envolvimento familiar na gestão/controlo da empresa?