

LAW FIRM GOVERNANCE:
INTERNAL COMMUNICATIONS

Melanie Lima Ferreira

CAPITAL DE RISCO E FINANCIAMENTO BANCÁRIO:
CUSTOS E BENEFÍCIOS JURÍDICO-ECONÓMICOS
PARA AS EMPRESAS PORTUGUESAS

Marta Fernandes Ramos

AS REGRAS ANTITRUST E O DIREITO
A UMA REPARAÇÃO EFETIVA

O ACESSO ÀS DECLARAÇÕES DE CLEMÊNCIA

Sílvia Bessa Venda

O CONTRATO DE CEDÊNCIA DE DIREITOS
SOBRE A HISTÓRIA DE VIDA

Sofia Peixoto Duarte

DO EQUILÍBRIO CONTRATUAL NA RELAÇÃO
DE CRÉDITO: A POSIÇÃO JURÍDICA DO GARANTE
NO ÂMBITO DAS PME

António de Araújo Costa

Colecção Estudos

Instituto do Conhecimento AB

N.º 6

2017

Melanie Lima Ferreira
Marta Fernandes Ramos
Sílvia Bessa Venda
Sofia Peixoto Duarte
António de Araújo Costa


ALMEDINA

 ABREU
ADVOGADOS

INSTITUTO DO CONHECIMENTO AB

Capital de risco e financiamento bancário: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas*

MARTA FERNANDES DOS RAMOS

Mestre em Direito, Faculdade de Direito da Universidade do Porto

Advogada AB

* O presente trabalho corresponde, no essencial, à dissertação do Curso de Mestrado em Direito, na área de Ciências Jurídico-Económicas, ministrado na Faculdade de Direito da Universidade do Porto (FDUP). As respectivas provas públicas ocorreram no dia 16 de Dezembro de 2011, perante um júri presidido pela Sra. Professora Doutora Luísa Neto (Professora Associada da FDUP) e composto pelos vogais Sr. Professor Doutor José Neves Cruz (Professor Associado da FDUP), na qualidade de orientador, e Mestre Paulo Câmara (Professor convidado no LLM – *Master of Laws*, no Curso de Mestrado *Direito e Gestão* e no Curso de *Mestrado Empresarial* da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa), na qualidade de arguente. Dada a mais recente revisão legislativa do regime aplicável à actividade de investimento em capital de risco, levada a cabo pela Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, o Capítulo II da Parte II da dissertação foi revisto e actualizado. A Parte III, dedicada ao financiamento bancário, sofreu diminutas modificações, em virtude da actualização de alguns diplomas legais e da introdução de uma referência bibliográfica. Aproveitámos o ensejo para proceder a pontuais alterações formais e criar uma lista das abreviaturas recorrentemente utilizadas. No mais, o trabalho permanece inalterado.

Sumário

Introdução

Parte I: Capítulo I – As empresas portuguesas e o financiamento; **Capítulo II** – Principais fontes de financiamento e sua acessibilidade; **Capítulo III** – Apoio da União Europeia à dinamização do financiamento: **1.** Financiamento temático e Fundos estruturais **2.** Os instrumentos financeiros **3.** Auxílios à internacionalização das PME.

Parte II: Capítulo I – Capital de risco: revisão de literatura: **1.** Abordagem conceptual **2.** Abordagem situacional: notas sobre a evolução do capital de risco nos Estados Unidos da América, na Europa e em Portugal **3.** Modalidades de entrada e de saída do capital de risco **3.1.** Modalidades de entrada **3.2.** Modalidades de saída **4.** Tendências do mercado de capital de risco; **Capítulo II** – Enquadramento da actividade do capital de risco no ordenamento jurídico português: **1.** Aspectos legais **1.1.** Sociedades de Capital de Risco **1.1.1.** Objecto e operações **1.1.2.** Qualificação, forma jurídica, capital social e representação **1.2.** Os investidores em capital de risco (*business angels*) **1.2.1.** Objecto e operações **1.2.2.** Qualificação, forma jurídica, capital social e funcionamento **1.3.** Fundos de Capital de Risco **1.3.1.** Tipos de Fundos de Capital de Risco e operações **1.3.2.** Qualificação, forma jurídica e funcionamento **1.3.3.** Capital e unidades de participação **1.3.4.** Entidade gestora e regulamento de gestão **1.3.5.** Assembleias de participantes **1.4.** Registo, supervisão e regulamentação **2.** Aspectos fiscais: benefícios e isenções **2.1.** Sociedades de Capital de Risco **2.2.** Investidores em Capital de Risco **2.3.** Fundos de Capital de Risco **3.** Balanço do enquadramento jurídico do capital de risco em Portugal.

Parte III: Capítulo I – O financiamento bancário **1.** O crédito bancário; **Capítulo II** –

Técnicas de concessão de crédito: **1.** O empréstimo bancário **2.** O contrato de abertura de crédito **3.** O microcrédito **4.** O desconto bancário **5.** O *leasing* **6.** O *factoring*.

Parte IV: Capítulo I – Estudo: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas: **1.** Aspectos metodológicos **1.1.** A estrutura do questionário **1.2.** O envio dos questionários **1.3.** Caracterização da amostra **1.4.** Aspectos relativos à análise dos dados; **Capítulo II** – Análise e comparação de resultados: **1.** As empresas que apenas recorreram ao capital e as empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário **1.1.** Perfil das empresas **1.2.** A experiência das empresas sobre o financiamento **1.2.1.** Experiências de financiamento exclusivas das empresas que apenas recorreram ao capital de risco **1.2.2.** Experiências de financiamento exclusivas das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário **1.3.** A atractividade do capital de risco e do financiamento bancário **1.4.** O grau de sucesso do projecto **1.5.** O impacto do capital de risco e do financiamento bancário **1.6.** Aspectos jurídicos; **Capítulo III** – Análise dos resultados: variável dependente, correlação e regressão **1.** Variável dependente: grau de sucesso na concretização do projecto **2.** Correlação entre variáveis **2.1.** Correlação entre variáveis relativas ao capital de risco **2.2.** Correlação entre variáveis relativas ao financiamento bancário **3.** Regressão **3.1.** Regressão do grau de atractividade **3.2.** Regressão do grau de sucesso na concretização do projecto.

Parte V: Capítulo I – Súmula dos principais resultados e conclusões **1.** As características das empresas **2.** As dificuldades no acesso ao financiamento **3.** Os custos e os benefícios **4.** A participação e a intervenção da entidade financiadora **5.** A atractividade, o sucesso e o impacto; **Capítulo II** – Considerações finais.

Abreviaturas

APCRI	Associação Portuguesa de Capital de Risco
BEI	Banco Europeu de Investimento
C. Com.	Código Comercial
CC	Código Civil
CE	Comissão Europeia
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas
CIRS	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DL	Decreto-Lei
EBF	Estatuto dos Benefícios Fiscais
ECR	Empresas que recorreram apenas ao Capital de Risco
EFB	Empresas que recorreram apenas ao Financiamento Bancário
EuSEF	Fundos Europeus de Empreendedorismo Social (<i>European Social Entrepreneurship Funds</i>)
EuVECA	Fundos Europeus de Capital de Risco (<i>European Venture Capital Fund Regulation</i>)
EVCA	<i>European Private Equity and Venture Capital Association</i>
FCP	Fundos Comercializáveis junto do Público
FCR	Fundo(s) de Capital de Risco
FEI	Fundo Europeu de Investimento
FIQ	Fundos para Investidores Qualificados
FNABA	Federação Nacional de Associações de <i>Business Angels</i>
IAPMEI	Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação
ICR	Investidor(es) em Capital de Risco
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IS	Imposto de Selo
IVA	Imposto sobre o Valor acrescentado
NVCA	<i>National Venture Capital Association</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pequenas e Médias Empresa
RJCR	Regime Jurídico do Capital de Risco
SCR	Sociedade(s) de Capital de Risco
SFE	Sociedades de Fomento Empresarial
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
UE	União Europeia

Resumo

O capital de risco e o financiamento bancário são duas fontes de financiamento à disposição das empresas portuguesas. O financiamento bancário constitui um dos recursos de financiamento mais procurado pelas empresas. No entanto, nos tempos que correm, as empresas deparam-se com diversas dificuldades no acesso a este instrumento. Por esta razão, torna-se necessário equacionar alternativas de financiamento, como por exemplo, o capital de risco.

O presente estudo pretende avaliar, numa perspectiva qualitativa, quais os custos e os benefícios jurídicos e económicos do capital de risco e do financiamento bancário, e qual o seu impacto nas empresas portuguesas.

Na prossecução destes objectivos, procedeu-se a uma contextualização jurídica destes dois tipos de financiamento. No nosso ordenamento jurídico existem diversas técnicas de concessão de crédito, que podem ser úteis para as empresas, como é o caso do *leasing*. No que concerne ao enquadramento legal do capital de risco, este não oferece obstáculos significativos ao desenvolvimento da actividade de capital de risco. O tratamento fiscal, em sede de benefícios fiscais, revela-se desajustado, sobretudo no que diz respeito à actividade dos *business angels*.

Tendo por escopo o alcance efectivo dos objectivos traçados, elaborou-se um questionário que permitisse recolher a informação necessária para a análise. Este mesmo questionário visou a obtenção de dados respeitantes, particularmente, aos custos e benefícios jurídico-económicos da participação do capital de risco e do financiamento bancário nas empresas inquiridas. Por outro lado, este instrumento permitiu obter outros dados, tais como as dificuldades enfrentadas no acesso ao financiamento, a atractividade do capital de risco, entre outros, em confrontação com o financiamento bancário.

Os resultados alcançados sugerem que um dos principais benefícios do capital de risco e do financiamento bancário é o reconhecimento de novas oportunidades para as empresas. De acordo com os resultados, os custos do capital de risco advêm, sobretudo, da relação entre o empreendedor e o capitalista de risco. No que concerne ao financiamento bancário, os resultados apontam que o fornecimento de garantias patrimoniais e/ou pessoais representa um dos principais custos para as empresas.

A presente investigação evidencia que o capital de risco pode ser decisivo para a existência de algumas empresas. O estudo também revela que este instrumento é uma boa opção de financiamento para as empresas portuguesas, sobretudo atendendo às actuais condições de acesso ao financiamento. Não obstante, o estudo demonstra que determinados instrumentos bancários poderão ser úteis enquanto fontes complementares.

Por fim, dada a reduzida dimensão da amostra, considera-se que não é representativa. Por esta razão, os resultados da investigação devem ser atendidos com precaução e carecem de ser confirmados, em pesquisas futuras, que comportem uma amostra constituída por um maior número de observações.

Introdução

Nos últimos tempos, as empresas portuguesas têm vindo a assistir à retracção na concessão de crédito por parte da banca. As empresas sentem-se, cada vez mais, incapacitadas em obter financiamento junto das instituições bancárias, pelas diversas dificuldades que têm de enfrentar no acesso ao financiamento tradicional. Sucede também que, não raras as vezes, as empresas recorrem a instrumentos de financiamento bancário que se revelam desajustados à sua dimensão e à sua capacidade financeira. A estes aspectos, acresce a actual conjuntura em que se vive – “Portugal está em crise grave”¹ – que tem afectado diversas empresas nacionais. Perante estas condições, é importante procurar outras fontes de financiamento mais acessíveis e adequadas à sua estrutura.

O presente estudo tem como propósito avaliar o impacto que estes tipos de financiamento têm nas empresas portuguesas e analisar, numa perspectiva qualitativa, os custos e os benefícios jurídico-económicos inerentes a estes instrumentos de financiamento. Para o efeito, desenvolve-se uma investigação empírica. Na concretização desta investigação e dos seus objectivos, utilizou-se o questionário como método de recolha de informação.

A dissertação está dividida em cinco partes. Na primeira parte é efectuada uma abordagem às empresas portuguesas e ao financiamento, revelando que tipo de empresas são, quais as principais fontes de financiamento a que recor-

¹ NEVES, João César das, *As 10 questões da crise*, Alfragide, Publicações Dom Quixote, 2011, p. 9.

rem e quais as principais dificuldades sentidas no acesso ao financiamento. Ainda nesta parte, é demonstrado o apoio que a União Europeia tem prestado ao sector empresarial, no que toca ao financiamento.

Na segunda parte é contextualizado o capital de risco, através de uma revisão da literatura. Nesta parte, descrevem-se os termos, os conceitos e os traços característicos do capital de risco. Revelam-se, também, as tendências do mercado de capital de risco. Ainda nesta parte, é dado especial enfoque ao enquadramento legal e fiscal deste instrumento.

A terceira parte incide sobre a temática do financiamento bancário. Nesta parte, são abordados o conceito e as características do crédito bancário, assim como algumas técnicas de concessão de crédito e respectivo enquadramento jurídico.

A quarta parte é dedicada ao estudo do impacto do capital de risco e do financiamento bancário nas empresas portuguesas, bem como dos seus custos e benefícios jurídico-económicos, através de uma pesquisa empírica. Deste modo, compreende os aspectos relacionados com a metodologia da investigação, a análise e comparação dos resultados.

Na quinta parte, finaliza-se a dissertação, expondo a súmula dos principais resultados e efectuando as conclusões e considerações, atendendo aos objectivos visados.

PARTE I

Capítulo I – As empresas portuguesas e o financiamento

As empresas portuguesas são, na sua generalidade, pequenas e médias empresas (PME). No ano de 2005, as PME perfaziam 99,6% do tecido empresarial português e as grandes empresas representavam apenas 0,4%². Estes dados revelam-nos, *per se*, o peso e a importância que as PME têm para a nossa estrutura empresarial. Segundo dados do Instituto de Apoio às Pequenas e Médias

² IAPMEI, *Sobre as PME em Portugal*, 2008, p. 3. [consult. Out. 2010] Disponível em WWW: <URL:http://www.iapmei.pt>.

Empresas e à Inovação (IAPMEI), em 2005, as PME foram responsáveis por gerar 75,2% dos empregos em Portugal. Acresce que, foram estas empresas que geraram mais negócios, sendo responsáveis por 56,4% dos negócios realizados.

As pequenas e médias empresas também são importantes para a economia europeia, dado que representam 99% das empresas e criam 80% dos empregos em determinados sectores industriais³⁻⁴.

A Comissão das Comunidades Europeias, na sua recomendação de 6 de Maio de 2003, veio uniformizar a definição de micro, pequenas e médias empresas. Nesta recomendação, entende-se como empresa a entidade que desempenha determinada actividade económica, independentemente da sua forma jurídica⁵. Na recomendação, preconiza-se que o critério principal, que define as categorias das empresas, é o critério do número de pessoas empregues. A recomendação adopta como critério complementar, o critério do volume de negócios, o qual deve ser combinado com o do balanço total. Deste modo e de acordo com o disposto no artigo 2.º da referida recomendação, as PME definem-se como “empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço anual não excede 43 milhões de euros”. As PME constituem, assim, uma categoria das empresas, na qual se distinguem três tipos: micro, pequenas e médias empresas.

Assim, as microempresas caracterizam-se por empregarem menos de 10 pessoas e por gerarem um volume de negócios anual ou balanço total anual inferior a 2 milhões de euros. As pequenas empresas distinguem-se por empregar menos de 50 pessoas e por apresentar um volume de negócios anual ou balanço total anual não superior a 10 milhões de euros. As médias empresas correspondem àquelas que empregam menos de 250 pessoas e que apresen-

³ COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, *Aplicar o programa comunitário de Lisboa – Modernizar a política das PME para o crescimento e o emprego*, COM (2005) 551 final, Bruxelas, p3.

⁴ Por exemplo, os sectores de têxtil, mobiliário ou construção.

⁵ Cfr. Artigo 1º da Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. Cfr. JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA, L 124/36, (20.05.2003) – *Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas*. [consult. Out. 2010]. Disponível em WWW: <URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:pt:PDF>>.

tam um volume de negócios anual que não ultrapassa os 50 milhões de euros ou um balanço total anual que não exceda 43 milhões de euros.

Em Portugal, as micro e as pequenas empresas constituem grande parte do tecido empresarial, visto que representam 97,3% das empresas nacionais.

As PME têm merecido atenção acrescida, devido ao peso que possuem na economia europeia. Reflexo deste fenómeno, são os vários esforços feitos pela Comissão das Comunidades Europeias, no sentido de incutir, nas suas diversas políticas, o princípio *Think small first*, isto é, o “princípio de pensar primeiro em pequena escala”⁶.

Como já pudemos constatar, a importância dada às PME reside nos factos de comporem maioritariamente a estrutura empresarial tanto a nível europeu como a nível nacional, criarem um número bastante significativo de postos de trabalho e de realizarem grande parte do volume de negócios.

Para além destes aspectos, que contribuem para uma maior dinamização da economia e demonstram a importância que as PME possuem para os mercados, estas estão dotadas de outras características, que diversos autores enunciam. São exemplos: a “criatividade, flexibilidade, rapidez de decisão, forte motivação das equipas, crescimento e rentabilidade acima da média”⁷, a maior resistência às crises, a grande capacidade de adaptação às mudanças⁸, entre outros.

Todos estes aspectos revelam a crescente importância que deve ser dada às PME. Contudo, para que continuem a crescer e para que adquiram mais e melhores características, as PME precisam de ser financiadas.

O financiamento é um pilar fundamental para o crescimento das empresas e, sobretudo, das PME, dado que os capitais próprios que possuem são, normalmente, escassos.

Todas as empresas necessitam de capitais. Estes podem ser obtidos através do financiamento, assumindo duas formas: interna e externa. O financiamento interno tem como fonte os capitais próprios. Por sua vez, o financiamento externo é obtido através de capitais alheios. Relativamente aos capitais pró-

⁶ COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, *Aplicar o programa comunitário...*, p. 3.

⁷ BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro, *Capital de Risco – Os tempos estão a mudar*, Lisboa, Bertrand Editora, Lda., 2000, pp. 57 e 59.

⁸ LOPES, Cidália Maria da Mota, *A fiscalidade das Pequenas e Médias Empresas – Estudo Comparativo na União Europeia*, Coimbra, Vida Económica, 1999, pp. 51 e 52.

prios, estes podem ter origem nos fundos dos sócios da empresa, nos aumentos de capital (por exemplo, através da incorporação de reservas), no autofinanciamento, no recurso ao capital de risco, entre outros⁹. Os capitais próprios distinguem-se dos capitais alheios. Nos primeiros os investidores “prescindem do direito ao reembolso futuro” e da “remuneração fixada contratualmente”, e nos segundos tanto o reembolso como a “remuneração futuros estão previamente definidos, de forma contratualizada e relativamente certa”¹⁰. No que diz respeito aos capitais alheios, estes estão relacionados com o recurso a credores, a empréstimos bancários, ao *leasing*, ao *factoring*, entre outros¹¹. Quando a empresa utiliza capitais alheios, compromete-se a restituir, num certo prazo, não só o crédito mas também o custo pelo adiantamento de capitais.

As PME deparam-se com uma situação delicada, no que toca ao financiamento. Em primeiro lugar, não têm capacidade suficiente para se autofinanciar de forma adequada, dado que os seus capitais próprios são débeis. Em segundo, porque, mesmo quando recorrem ao financiamento externo, deparam-se com vários entraves ao financiamento.

Por sentirem diversas dificuldades, resultantes das consequências que a reduzida dimensão lhes acarreta, o acesso a instrumentos de financiamento é limitado. Para colmatar alguns obstáculos e assim poderem aceder mais facilmente aos empréstimos bancários, estas empresas tomam determinadas decisões como a subcapitalização ou a prestação de garantias pessoais por parte dos seus detentores, colocando em causa o regime da responsabilidade limitada. Estas soluções revelam-se precárias, pelo que continua a levantar-se a necessidade de se equacionarem outras alternativas ao financiamento bancário.

No capítulo seguinte, revelam-se quais as fontes de financiamento a que os empresários mais recorrem e quais as dificuldades que enfrentam no acesso ao financiamento tradicional.

⁹ MOTA, António [et al.], *Finanças da Empresa – Teoria e Prática*, 3ª ed., Lisboa, Edições Sílabo, 2010, p. 100.

¹⁰ MOTA, António [et al.], *Finanças da Empresa...*, p. 142.

¹¹ SOARES, Isabel [et al.], *Decisões de investimento – Análise financeira de projectos*, Lisboa, Edições Sílabo, 2008, pp. 143-145.

Capítulo II – Principais fontes de financiamento e sua acessibilidade

Os novos empresários, nomeadamente os nacionais, recorrem sobretudo a capitais próprios e ao aconselhamento familiar e de amigos, para financiar a sua nova empresa. Na maioria das situações, estes capitais não são suficientes para o desenvolvimento adequado da empresa. Assim, os empresários têm necessidade de recorrer a outro tipo de financiamento, socorrendo-se de instrumentos de financiamento tradicional. O empréstimo com garantia bancária é a segunda fonte de financiamento mais procurada, de acordo com os dados do Instituto Nacional de Estatística de Portugal (INE). O capital de risco encontra-se em último lugar, com uma expressão marginal (0,2%)¹². Segundo estatísticas publicadas num relatório do Banco de Inglaterra¹³, no Reino Unido – país europeu onde o capital de risco se encontra mais desenvolvido – as PME têm recorrido, maioritariamente, ao financiamento bancário, seguido de instrumentos como o *leasing* e o *factoring*. O capital de risco é a penúltima fonte de financiamento, representando apenas 3%.

Alguns factores podem estar na origem deste cenário. A diminuta predisposição dos empresários portugueses, para permitir a entrada de outros accionistas, é um exemplo dos referidos factores. De acordo com o autor Dermot Berkery, a maior parte dos empreendedores com pouca experiência não olham para os investidores de capital de risco como parceiros, ainda que estes acarretem as mesmas responsabilidades que os primeiros¹⁴. Acresce que, durante muito tempo, o capital de risco era visto como *ultima ratio*, servindo apenas para as empresas que se encontravam em graves dificuldades¹⁵.

¹² INE, *Factores de sucesso das Iniciativas empresariais 2002-2005*, 2007, p.2. [consult. Out. 2010] Disponível em WWW: <URL: <http://www.ine.pt>>.

¹³ BANK OF ENGLAND, *Finance for Small Firms – An eleventh report*, 2004, p. 35. [consult. Out. 2010] Disponível em WWW: <URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/financeforsmallfirms/fin4small.pdf>>.

¹⁴ BERKERY, Dermot, *Raising Venture Capital for serious entrepreneur*, U.K., The MacGraw-Hill Companies, 2008, p.6.

¹⁵ ROMEIRA, Almerinda, *APCRI Vinte anos a divulgar o capital de risco*, OJE-PME News, Triagem 48976, (28 Jan. 2010). [consult. Outubro 2010]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.oje.pt/pme-news/apcri-vinte-anos-a-divulgar-o-capital-de-risco>>

Afigura-se necessário inverter esta tendência, dada a conjuntura actual, em que o acesso ao crédito bancário é cada vez mais dificultado e em que a concessão de crédito às empresas é, cada vez mais, reduzida¹⁶. Frequentemente, estes são-lhes recusados não só pela falta das garantias necessárias mas também por deterem uma estrutura financeira frágil e tendencialmente instável, o que não abona em seu favor, já que lhes imputa uma grande probabilidade de não conseguirem cumprir com a obrigação de restituição¹⁷. Acresce que, não raras as vezes, os termos e as condições de financiamento bancário que lhes são propostos, apresentam-se em condições bastante inferiores às que são oferecidas a empresas de maior dimensão.

A informação inadequada, garantias insuficientes, insatisfação do banco com o desempenho das empresas são algumas razões para a recusa de financiamento por parte das instituições bancárias¹⁸. Por seu turno, as empresas sentem dificuldades, devido à complexidade em mudar de banco, o que num ambiente competitivo deveria ser um processo facilitado. Por outro lado, para empresas de pequena e média dimensão, os empréstimos bancários representam encargos fixos de longo tempo, que muitas vezes não conseguem suportar. Face a estas dificuldades na acessibilidade do financiamento tradicional, torna-se necessário e importante que as empresas procurem outras opções de financiamento.

No capítulo que se segue, aborda-se o apoio que a União Europeia tem prestado às suas empresas e os instrumentos de financiamento colocados à sua disposição.

¹⁶ VIDA ECONÓMICA, *Bancos continuam a reduzir crédito às PME*, n.º 1394, (6 Maio 2011), pp. 4 e 5.

¹⁷ FERNÁNDEZ, José Manuel Barreiro [e tal.], *Gestión Científica Empresarial. Temas de investigación actuales*, 1ª ed., Coruña, Netbiblo, S.I., 2003, p. 335.

¹⁸ COMISSÃO EUROPEIA, *SMSs and Access to Finance*, Observatory of European SMEs, 2003, p. 27. [consult. Out 2010] Disponível em WWW:<URL: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/analysis/doc/smes_observatory_2003_report2_en.pdf>

Capítulo III – Apoio da União Europeia à dinamização do financiamento¹⁹

A União Europeia (UE) tem prestado diversas acções, recomendações e programas de apoio para fomentar o financiamento, com objectivo de torná-lo acessível às empresas europeias. Dado que as grandes empresas apenas representam uma percentagem diminuta do tecido empresarial europeu^{20,21}, estes esforços têm sido desenvolvidos tendo em vista o desenvolvimento das PME. Assim, no seguimento de anteriores recomendações, programas-quadro e estratégias, vários projectos foram implementados desde 2007, vigorando alguns até 2015, para prestarem assistência às PME. O apoio é concedido directa ou indirectamente e mediante subvenções, empréstimos, garantias ou, ainda, através de medidas não financeiras. Os programas de apoio para as PME anunciados pela Comissão Europeia inserem-se em quatro categorias: oportunidades de financiamento temático, fundos estruturais, instrumentos financeiros e apoios para a internacionalização²². Observaremos, de seguida, alguns programas destas categorias, com especial incidência aos apoios da terceira categoria, uma vez que o presente estudo foca-se em dois dos instrumentos de financiamento.

1. Financiamento temático e Fundos estruturais

A primeira categoria refere-se a programas destinados a apoiar as PME que tenham actuação nas seguintes temáticas: ambiente, energia e transporte, inovação e investigação, educação e formação, cultura e media e, por fim, emprego.

A segunda categoria refere-se aos principais fundos estruturais criados para auxiliar os investimentos das PME que se situam em regiões economicamente

¹⁹ Este capítulo segue a estrutura apresentada pela Comissão Europeia – DG Empresa e Indústria. Cfr. COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio da União Europeia para as PME – Panorâmica das principais oportunidades de financiamento acessíveis às PME europeias*, 2009, p. 12. [consult. Fev 2011] Disponível em WWW: <URL:http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=4610>.

²⁰ Em 2008, apenas 43.000 empresas eram de grande dimensão, constituindo, assim, 0.2% do total das empresas existentes na União Europeia.

²¹ COMISSÃO EUROPEIA, *European SMEs under Pressure, Annual Report on EU Small and Medium-sized enterprises*, 2009, p. 15. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/dgen-tr_annual_report2010_100511.pdf>.

²² COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 2.

pouco desenvolvidas. Este apoio tem um cariz regional e/ou nacional e é concedido em regime de co-financiamento. A concessão dos ditos fundos visa os seguintes objectivos: a convergência económica das regiões pouco desenvolvidas, o reforço da competitividade regional, o auxílio aos trabalhadores e empresas e o fortalecimento da cooperação a nível transfronteiras, transaccional e inter-regional. O Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (FEDER) “é o principal instrumento financeiro comunitário a favor das PME”²³. Este funciona em regime de co-financiamento e destina-se ao “investimento em recursos humanos”, às actividades de “empreendedorismo, inovação e competitividade das PME”, às actividades relacionadas com a “melhoria do enquadramento regional e local das PME” e à cooperação transfronteiras e inter-regional²⁴⁻²⁵. Ainda nesta segunda categoria, inserem-se as iniciativas JEREMIE (*Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises*) e JASMINE (*Joint Action to Support Microfinance Institutions*), que estão vocacionadas para o financiamento das PME. Tanto uma como outra são actividades conjuntas da Comissão Europeia (CE), do Fundo Europeu de Investimento (FEI) e do Banco Europeu de Investimento (BEI). Posteriormente, veremos os propósitos destes programas.

2. Os instrumentos financeiros

A terceira categoria enuncia regimes relacionados com os instrumentos financeiros, que têm como finalidade “aumentar o volume de crédito disponível para as PME” e “incentivar as entidades bancárias a desenvolverem as suas capacidades de empréstimo às PME”²⁶. A maior parte dos instrumentos financeiros está apenas indirectamente disponível às PME, isto é, o financiamento é efectuado através de intermediários financeiros, tais como as instituições de crédito, as instituições financeiras e os fundos de investimento. Um dos regimes, de que a terceira categoria trata, surge na sequência do Programa-

²³ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 2.

²⁴ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 12.

²⁵ O Fundo Social Europeu (FSE) e o Fundo de Desenvolvimento Rural são outros fundos estruturais. O primeiro apresenta-se como um fundo dirigido aos trabalhadores, ao emprego, à inclusão social e ao mercado laboral. O segundo tem a seu cargo a actuação no âmbito da competitividade agrícola e silvícola, melhoria do ambiente, do espaço natural, da qualidade de vida e da economia rural.

²⁶ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 16.

-Quadro para a Competitividade e a Inovação (PCI). Ao programa foi adstrita uma quantia de 1.130 milhões de euros, para os instrumentos financeiros, a vigorar no período compreendido entre 1 de Janeiro de 2007 e 31 de Dezembro de 2013²⁷. Esta verba serve de âncora para os diferentes subprogramas do PCI. O primeiro visa incrementar o capital próprio das PME que se encontrem tanto numa fase inicial, como de expansão. O subprograma denomina-se Mecanismo a favor das PME Inovadoras e de Elevado Crescimento (MIC) e tem como propósito o aumento e a dinamização da entrada de fundos próprios nas PME inovadoras. Para alcançar estas finalidades, o MIC prevê a partilha com os investidores privados quer dos ganhos, quer dos riscos que venham a emergir das empresas²⁸. O segundo subprograma, intitulado Mecanismo de Garantia das PME, direcciona-se para o fomento do financiamento através de empréstimos, pretendendo torná-lo mais acessível. Para alcançar este objectivo, fornece às empresas “garantias adicionais aos sistemas de garantia”²⁹. A fim de “corrigir as deficiências de mercado”, o mecanismo actua sobre quatro áreas: “acesso a empréstimos (ou substitutos de empréstimos, como a locação financeira) pelas PME com potencial de crescimento”; “concessão de microcrédito”, “acesso a fundos de capital próprio ou quase-capital próprio” e “titularização”³⁰. O último subprograma, designado de Dispositivo de Reforço das Capacidades (DRC), presta auxílio aos intermediários financeiros, reforçando as suas capacidades na concessão de crédito às PME. Todos os subprogramas integrantes do PCI têm em comum o facto de serem geridos pelo Fundo Europeu de Investimento (FEI).

O FEI pertence, maioritariamente, ao BEI (62%) e à C.E. (29%). Nele, também participam bancos e instituições financeiras, quer do sector público quer do sector privado (9%)³¹⁻³². Enquanto organismo especializado no apoio às

²⁷ Cfr. Artigo 1º do Programa Quadro para a Competitividade e a Inovação, in JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA, Decisão n.º 1639/2006/EC, L 310/15, 9.11.2006.

²⁸ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 16.

²⁹ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 16.

³⁰ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 16.

³¹ EUROPEAN INVESTMENT FUND, *Annual Report 09*, 2009, p.7. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL: http://www.eif.org/news_centre/publications/eif-annual-report-2009.pdf>.

³² Os recursos que o FEI possui, para prosseguir com as suas actividades e programas, têm proveniência própria ou são disponibilizados pelo BEI, C.E. e entidades públicas ou privadas.

PME, presta serviços de financiamento de risco a estas empresas, nomeadamente através dos instrumentos de capital de risco e da concessão de garantias. Concretamente, o FEI realiza “investimentos de capital em fundos de capital de risco e em viveiros de empresas”³³ que auxiliam as PME, em particular as empresas jovens e as do sector tecnológico. Este fundo também concede “garantias às instituições financeiras”, por exemplo os bancos, “que cobrem créditos às PME”³⁴. Para além destes serviços, o FEI actua como intermediário na concessão de microcrédito no programa PROGRESS (Instrumento Europeu de Microfinanciamento). Por sua vez, o PROGRESS auxilia, através de micro-empréstimos, tanto as pessoas desempregadas que pretendem abrir o seu próprio negócio como aquelas que não se conseguem financiar junto da banca para expandir a sua actividade empresarial.

A actividade que o FEI desempenha, tem culminado em bons resultados. O FEI é considerado um líder europeu no financiamento associado ao risco, nomeadamente, nos fundos de capital de risco e nos fundos de pequena e média dimensão, tendo investido em mais de 300 fundos, no ano de 2009³⁵.

A iniciativa JEREMIE insere-se, também, na terceira categoria. O programa tem como objectivo melhorar o acesso ao financiamento das PME, nomeadamente através da oferta de microcrédito, de capital de risco, de garantias ou ainda de “outras formas de financiamento inovador”³⁶. Esta iniciativa actua a nível nacional e/ou regional. No âmbito nacional, Portugal manifestou um interesse limitado no programa JEREMIE. No entanto, em Outubro de 2006, foi assinado um memorando de entendimento entre o FEI e o IAPMEI com o intuito de se desenvolverem estratégias para incrementar o

Deste modo, o BEI fornece recursos para os seguintes mandatos: *European Technology Facility Mandate* (EFT), *EFT 2 e Risk Capital Mandate* (RCM). A C.E. providencia meios para as iniciativas PCI, MIC e Mecanismo de Garantia das PME. Os programas PROGRESS, JEREMIE e JASMINE recebem os recursos quer do BEI quer da C.E. Por fim, os recursos providos de entidades públicas ou privadas, assentam em investimentos realizados em Fundo-de-Fundos tais como: *Portugal Venture Capital Initiative* (PVCi), *Istanbul Venture Capital Initiative* (iVCi), *Dahlia*, NEOTEC, entre outros fundos. Cfr. EUROPEAN INVESTMENT FUND, *Resources/Mandates*. [consult Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.eif.org/what_we_do/resources/index.htm >.

³³ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 18.

³⁴ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, 2009, p. 18.

³⁵ EUROPEAN INVESTMENT FUND, *Annual Report...*, p. 22.

³⁶ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 14.

mercado de capitais de risco em Portugal. Esta tarefa ficou ao cuidado da iniciativa INOFIN – Programa Quadro de Inovação Financeira para o mercado das PME em Portugal.

O programa JASMINE funciona como um complemento ao JEREMIE e tem como finalidade possibilitar o acesso ao financiamento das PME e das pessoas que não conseguem aceder aos meios de financiamento tradicionais, como por exemplo, os desempregados. Acresce como objectivo o fomento da oferta de microcrédito. Para a concretização destes propósitos, a iniciativa prevê, como medidas principais, a prestação de assistência técnica às instituições de microcrédito e o financiamento das “actividades de instituições financeiras não bancárias, de forma a permitir que concedam um maior número de empréstimos”³⁷.

Ainda na categoria dos instrumentos financeiros, as PME puderam contar com os empréstimos do Banco Europeu de Investimento (BEI), que disponibilizou 15 mil milhões de euros, entre 2008 e 2009. Esta verba integrou um pacote global de 30 mil milhões de euros, que pretendeu financiar as PME europeias durante o período de 2008 a 2011³⁸. Com estes montantes, o BEI pretendeu instituir “uma nova fórmula de financiamento”, denominada Empréstimos BEI para as PME, cujas características são reveladoras de simplicidade, flexibilidade e transparência³⁹. A concessão destes empréstimos fica a cargo dos bancos comerciais que actuam como intermediários. Aos intermediários, acresce a tarefa de avaliar a solicitação de empréstimos por parte das PME e de tomar a decisão da sua concessão. Os empréstimos do BEI abrangem toda a União Europeia e os mais diversos “tipos de investimentos ou despesas necessários ao desenvolvimento de uma pequena empresa”⁴⁰. Assim, estes empréstimos têm como finalidade os investimentos quer corpóreos quer incorpóreos e o aumento do fundo de maneiço das PME, contribuindo para que este se estabilize. O prazo para a concessão destes empréstimos varia

³⁷ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 15.

³⁸ Estas medidas foram adoptadas a 23 de Setembro de 2008, pelo Conselho de Administração do BEI, para atenuar os resultados da crise do crédito e para conceder um apoio reforçado e sofisticado às PME europeias.

³⁹ EUROPEAN INVESTMENT BANK, *BEI lança novos empréstimos para PME*, 3 de Outubro de 2008. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <<http://www.eib.org/about/news/eib-loan-for-smes.htm>>

⁴⁰ EUROPEAN INVESTMENT BANK, *BEI lança novos empréstimos...*

entre os 2 e os 12 anos, o que indica estarmos perante um financiamento de médio a longo prazo. Os investimentos podem realizar-se em projectos que atinjam um limite de 25 milhões de euros, no entanto, o montante máximo por cada empréstimo é de 12,5 milhões de euros.

A actuação do BEI não se reduz apenas à concessão de empréstimos. Visa, também, preparar novos produtos de partilha de riscos. Estes instrumentos destinam-se a “incentivar segmentos do mercado em que os bancos comerciais têm dificuldades em intervir”⁴¹, ou seja, têm como principais destinatários as PME de elevado risco e as que não conseguem prestar garantias suficientes. Os novos produtos focam-se em empréstimos direccionados para a partilha de risco entre o BEI e os bancos intermediários ou em que o BEI possa assumir o risco directamente. Focam-se, ainda, em desenvolver produtos *mezzanine*⁴² que são concedidos por intermédio do FEI e em criar um fundo de microcrédito, com a colaboração da Comissão Europeia.

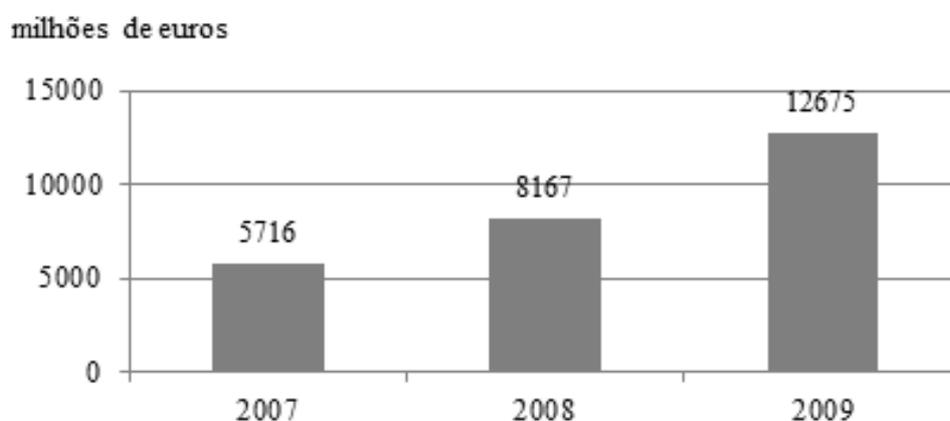
Uma das actividades que o BEI já possuía, antes de adoptar os novos produtos, era a concessão de linhas de crédito à banca comercial para que esta financiasse projectos de médio a longo prazo das PME. Entre 2007 a 2009, estas operações registaram um forte crescimento, conforme demonstrado na figura 1. Em 2009, o BEI apoiou mais de 50 000 PME europeias⁴³, afirmando-se num importante contributo para a dinamização do financiamento.

⁴¹ EUROPEAN INVESTMENT BANK, *BEI lança novos empréstimos...*

⁴² O capital *mezzanine* é um instrumento financeiro híbrido que combina empréstimos e fundos próprios. A técnica *mezzanine* satisfaz as necessidades de financiamento de uma PME, mormente, na consolidação do balanço e no financiamento de transmissões de actividades ou empresas. Este instrumento auxilia no crescimento de uma empresa e evita a diluição do seu património. Cfr. COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, *Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME – Promover a mais valia europeia*, Bruxelas, COM (2006) 349 final, p. 8. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW:<URL: http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26112_pt.htm>

⁴³ GRUPO BANCO EUROPEU DE INVESTIMENTO, *Relatório Anual 2009 – Actividades e Responsabilidade Institucional*, vol. I., 2009, pp. 11 e 12. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW:<URL:<http://www.eib.org/attachments/general/reports/ar2009pt.pdf>>.

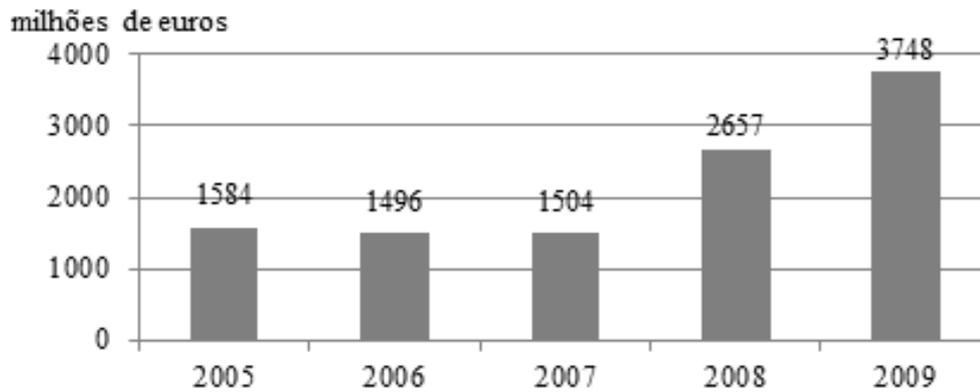
Figura 1 – Empréstimos do BEI para as PME em 2007-2009: linhas de crédito assinadas com os bancos intermediários em milhões de euros



Fonte: Grupo Banco Europeu de Investimento

No ano de 2009, em Portugal, o BEI assinou contratos de financiamento que totalizaram o valor de 3.748 milhões de euros. A figura 2 revela-nos que as quantias dos contratos duplicaram de 2007 para 2009, o que traduziu um reforço no apoio prestado pelo BEI. Contudo, grande parte deste auxílio não foi dedicado às PME, uma vez que apenas foram concedidos 502 milhões de euros em linhas de crédito, para financiar projectos de pequena e média escala. Os restantes 3.246 milhões de euros referiram-se a empréstimos individuais atribuídos, na sua grande parte, a entidades públicas e a projectos de interesse comum (por exemplo, transportes, energia, educação, saúde, fornecimento de água, etc). Ainda assim, estes empréstimos foram concedidos no âmbito dos objectivos do BEI que vão além da estimulação dos investimentos e do financiamento às PME. Abrangem, também, outras temáticas, tais como a protecção do ambiente, o combate às alterações climáticas, o fomento da produção de energia alternativa, o desenvolvimento de redes transfronteiriças de transportes, a promoção da coesão social e económica, entre outros.

Figura 2 – Contratos de financiamento do BEI assinados em Portugal entre 2005 e 2009, em milhões de euros



Fonte: Grupo Banco Europeu de Investimento

3. Auxílios à internacionalização das PME

No que concerne à última categoria dos programas desenvolvidos pela União Europeia, as PME são apoiadas, na maior partes dos casos, de forma indirecta, sendo financiadas por intermediários financeiros e/ou por entidades públicas⁴⁴. As iniciativas da UE estabelecem a internacionalização das PME junto de vários países. No continente africano, nas Caraíbas e no Pacífico, a iniciativa PRO€INVEST, que terminou em Março de 2011, previa a organização de encontros e a assistência técnica às empresas. Nos países latino-americanos, as PME recebem assistência através do programa *AL-Invest* IV que visa a promoção de eventos para a cooperação entre empresas, ficando algumas organizações não lucrativas encarregues de os preparar. No Extremo Oriente, os apoios à internacionalização das PME concentram-se nos mercados do Japão e da Coreia do Sul, impulsionando a introdução e a exportação dos produtos europeus para estes locais (programa *Gateway EU*). Quer as grandes, quer as pequenas e médias empresas podem contar com a ajuda fornecida pelos Programas do Centro de Cooperação Industrial U.E.-Japão. Estes visam não só aproximar os gestores europeus ao comércio japonês (através de conferências, do conhecimento da língua e da cultura, entre outros), mas também

⁴⁴ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 19.

divulgar as práticas de comércio e distribuição japonesas, promover missões no Japão e visitas às empresas e revelar os benefícios do programa Investimento Directo Estrangeiro. A U.E. desenvolveu o Programa de Formação de Executivos, que proporciona, aos seus participantes, acções de formação, cursos de línguas e seminários, com o intuito de transmitir, aos empresários europeus, os conhecimentos necessários e as formas de abordar os mercados japonês e sul coreano⁴⁵.

Relativamente à internacionalização das PME europeias nos países vizinhos, foram implementados seis regimes. Um deles é o Instrumento de Assistência de Pré-Adesão (IPA). Este regime foi introduzido no início de 2007 e tem como destinatários os “países candidatos à adesão”⁴⁶ e os “potenciais países candidatos pertencentes aos Balcãs Ocidentais”⁴⁷⁻⁴⁸. As PME destes países são financiadas, indirectamente, pela Comissão Europeia que, em colaboração com BEI e com o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento (BERD), lhes facilita “o acesso a empréstimos, *leasings* e operações no domínio de capitais”⁴⁹. Outro regime, que estimula as relações entre a U.E. e os países vizinhos, denomina-se Facilidade de Investimento no quadro da Política de Vizinhança (FIPV)⁵⁰. Aqui, o apoio também é concedido ao sector privado, mediante operações de capital de risco para as PME. Ainda no

⁴⁵ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 21.

⁴⁶ Os países candidatos à adesão são: Croácia, Turquia e Antiga República Jugoslava da Macedónia.

⁴⁷ Os países a potenciais candidatos pertencentes aos Balcãs Ocidentais são: Albânia, Bósnia e Herzegovina, Montenegro, Sérvia e Kosovo (ao abrigo da Resolução 1244 do Conselho de Segurança das Nações Unidas).

⁴⁸ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 22.

⁴⁹ COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 22.

⁵⁰ A Política Europeia de Vizinhança (PEV) é uma política externa da U.E. criada no ano de 2004 com o propósito de estabelecer relações políticas e económicas com os países circundantes. De acordo com a U.E., cooperar e auxiliar os países vizinhos são formas de assegurar a estabilidade, a prosperidade, a segurança e a paz. Os países vizinhos que a PEV abrange são dezasseis: Arménia, Azerbaijão, Bielorrússia, Geórgia, Moldávia e Ucrânia, Argélia, Autoridade Palestiniana, Egipto, Israel, Jordânia, Líbano, Líbia, Marrocos, Síria e Tunísia. O financiamento europeu nestes países é concedido através do Instrumento Europeu de Vizinhança e Parceria (IEVP), cujo orçamento, para o período de 2007 a 2013, situa-se na ordem dos 12 milhões de euros. Cfr. COMISSÃO EUROPEIA, *Trabalhar em conjunto. Política Europeia de Vizinhança*, Comunidades Europeias, 2006. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://ec.europa.eu/world/enp/pdf/information/enp_brochure_pt.pdf>

âmbito da Política Europeia de Vizinhança e para o período de 2009 a 2012, a U.E. programou o Investimento no Leste, que pretende apoiar a internacionalização e a inserção das PME nesta região, para que esta se desenvolva a nível económico e empresarial. Desde o início de 2009/2010 e na sequência da Parceria Oriental, as PME dos países vizinhos a Leste podem recorrer aos empréstimos do BEI. Deste modo, o BEI prossegue a sua actuação fora da U.E., abrangendo os Balcãs Ocidentais e os países que se encontram em pré-adesão. Os empréstimos do BEI também são concedidos às PME nalguns países do Mediterrâneo, pelo regime designado de Facilidade Euro-Mediterrânica de Investimento e Parceria (FEMIP). Nos países da U.E. da Europa Central bem como nos de Leste, as PME são auxiliadas e financiadas pela U.E./BERD, em conjunto com os bancos intermediários, empresas de leasing e fundos de capitais⁵¹.

O BERD também fornece apoio não financeiro às empresas do sector privado, através dos programas TAM (*Turnaround Management*) e BAS (*Business Advisory Service*). Estes programas pretendem promover o desenvolvimento das PME que cada vez mais enfrentam economias de mercado competitivas. Assim, o programa TAM visa a recuperação das empresas, favorecendo a sua adaptação às exigências do mercado, procedendo a “mudanças estruturais e de gestão”, prestando assistência directa e “proporcionando aconselhamento por parte de quadros com experiência”⁵². O programa BAS centra-se na implementação de serviços de aconselhamento às empresas, de âmbito local, e no apoio às iniciativas de curto prazo.

Tanto o TAM como o BAS apresentam resultados significativos. O primeiro programa desenvolveu, até 2010, 1830 projectos. Segundo um estudo realizado pelo BERD, a esmagadora maioria (91%) destes projectos foi sucedida. Acresce que, quer a recuperação quer a produtividade média das empresas que beneficiaram deste programa, cresceu cerca de 28% e 29% respectivamente. Segundo o mesmo estudo do BERD, na iniciativa BAS, 95% dos 6.443 projectos, foram qualificados como bem ou melhor sucedidos. O programa BAS contribuiu de forma significativa para estas empresas: 96% assumiu que, no seu negócio, a diferença que o BAS fez foi positiva; 78% beneficiários consi-

⁵¹ . COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 23.

⁵² COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio...*, p. 23.

deraram que esta iniciativa auxiliou no fortalecimento das suas capacidades na gestão de projectos e/ou dos negócios. Por fim, 75% assumiu que a compreensão sobre as melhores práticas actuais, na sua área de especialização, e as suas competências foram fortificadas⁵³⁻⁵⁴.

Embora a U.E. preste auxílios não financeiros às empresas europeias, como os programas TAM e BAS, é sobretudo nos apoios financeiros que tem concentrado mais os seus esforços. Em Junho de 2006, a Comissão reconheceu que as principais iniciativas desenvolvidas para melhorar o financiamento das PME foram o PCI e o JEREMIE⁵⁵. Neste sentido, podemos observar que a U.E. centra as suas atenções e releva como essenciais, para financiar as PME europeias, os seguintes instrumentos financeiros: garantias, empréstimos, microcrédito e capital de risco. Relativamente aos dois primeiros, é notória a actuação da U.E. na dinamização destes instrumentos, pois coloca diversos mecanismos à disposição das empresas, tais como, os subprogramas do PCI e os empréstimos do BEI. O microcrédito também tem sido impulsionado no seio da União Europeia. Assim, são vários os programas desenvolvidos para fomentar o microcrédito. As iniciativas PROGRESS e JASMINE estão especialmente direccionadas para este instrumento. Igualmente em Junho de 2006, a Comissão das Comunidades Europeias incentivou a criação de condições que propiciassem a realização de investimentos em capital de risco. Os apoios a este instrumento podem encontrar-se, por exemplo, no PCI, que flexibiliza os investimentos em capital de risco. A actuação do FEI também é proeminente no que toca aos investimentos em fundos de capital de risco.

Todos os programas e iniciativas observados reflectem o contributo da União Europeia para a dinamização do financiamento das empresas europeias. No entanto, e porque os Estados-Membros também devem cooperar, a Comissão Europeia convida-os a fomentar estes instrumentos, mormente,

⁵³ EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, *Our results*. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.ebrd.com/pages/workingwithus/tambas/results.shtml>>

⁵⁴ EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, *TAM/BAS Programme*, Agosto de 2010. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.ebrd.com/downloads/research/factsheets/tambas.pdf>>.

⁵⁵ COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, *Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME – Promover ...*, pp. 8 e 9.

através da aplicação de medidas incentivadoras, da implementação de boas práticas, do melhoramento do enquadramento legal e fiscal, entre outros.

Nas partes que se seguem abordam-se o capital de risco e o financiamento bancário, bem como os respectivos enquadramentos jurídicos.

PARTE II

Capítulo I – Capital de risco: revisão de literatura

1. Abordagem conceptual

O conceito de capital de risco (*venture capital*) tem sido discutido por diversos autores.

Menezes Leitão descreve que “o capital de risco constitui em termos genéricos um processo de financiamento através da dotação às empresas dos capitais próprios e necessários ao exercício da sua actividade, mediante a participação temporária e (normalmente minoritária) de investidores no seu capital.”⁵⁶. Francisco Manuel Banha recorre à definição de Sach (1985), que entende que o capital de risco é o “capital fornecido a empresas novas ou jovens que estão direccionadas para áreas de alto risco de negócio, mas onde as possibilidades de crescimento são atractivas”⁵⁷. Ana Maria Rodrigues define capital de risco como “um cabaz aberto, globalmente definido por capitais próprios e competências de gestão”⁵⁸.

⁵⁶ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Estudos de direito fiscal*, Coimbra, Almedina, 2006, p. 50.

⁵⁷ BANHA, Francisco Manuel, *Capital de Risco. O Impacto da Fiscalidade*, Porto, Vida Económica, 1998, p. 22.

⁵⁸ A autora acrescenta ainda que “a sua composição é mutável no tempo e na estrutura dos elementos que a definem, em função das diferentes situações que se propõe resolver na prática. Destina-se, principalmente, a PME’s em qualquer estágio de desenvolvimento, pertencentes a qualquer sector, qualquer que seja a tecnologia utilizada, desde que apresentem fortes perspectivas de valorização dos capitais investidos”. Cfr. RODRIGUES, Ana Maria, *O capital de risco*, Revista Portuguesa de gestão, I/95, p. 25.

O capital de risco pode ser definido como uma forma de investimento, destinado ao financiamento de empresas⁵⁹ com elevado potencial de desenvolvimento.

Enquanto forma de financiamento, o capital de risco processa-se através de participações nos capitais próprios das empresas, sendo efectuado quer por investidores individuais (*business angels*), quer por entidades institucionais (sociedades ou fundos de capital de risco), que aceitam correr riscos bastante elevados. É considerado como sendo um instrumento financeiro de médio ou longo prazo, pelo que, as contribuições no capital social revestem a forma temporária – normalmente entre 4 a 10 anos⁶⁰⁻⁶¹ – e minoritária, i.e., inferiores a 49%⁶²⁻⁶³. O capital de risco é uma fonte de financiamento de capital próprio, uma vez que o investidor nele participa.

O capital de risco pode assumir uma forma complementar: a de parceria⁶⁴, ou de “capital de conhecimento”⁶⁵. Deste modo, o capitalista de risco tem a possibilidade de intervir na gestão da empresa, dirigindo-a ou prestando aconselhamento. Por outro lado, pode, também, partilhar os seus conhecimentos e experiências, acrescentando valor à empresa. Pode ainda, disponibilizar e estabelecer contactos que poderão vir a ser importantes para o desenvolvimento da empresa participada. O capitalista de risco, ao adoptar uma atitude *hands-on*, revela-se um verdadeiro parceiro de negócios. A par da elevada tomada de risco, que aliás caracteriza o capital de risco, esta característica complementar, é um dos aspectos que distingue os instrumentos financeiros tradicionais do capital de risco⁶⁶.

⁵⁹ IAPMEI, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006, p. 5. [consult Nov. 2010] Disponível em WWW:<UTL:http://www.iapmei.pt>

⁶⁰ LANDSTRÖM, Hans, *Handbook of Research on Venture Capital*, U.K., Edward Elgar Publishing Limited, 2007, p. 5.

⁶¹ Cfr. artigo 7º, n.º 1, alínea c) *in fine* do Decreto-Lei 375/2007 de 8 de Novembro, D.R. I Série – N.º 215.

⁶² Salienta-se, contudo, que a participação nem sempre é minoritária.

⁶³ OJE, *Financiamento e partilha de riscos nas PME e start-up* (13 Abril 2010). [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL:http://www.oje.pt>.

⁶⁴ MARTINS, António [et al.], *Estudos de Gestão de Empresas. O capital de risco em Portugal*, 2º vol., Porto, Vida Económica, 2000, p. 62.

⁶⁵ EMPRESAS, Caixa, *Capital de risco: a aposta conjunta*, Diário Económico, n.º 4768, 27 Nov. 2009. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL: http://www.cgd-publishing.com/caixaempresas/novembro09/pdf/RevistaCaixaEmpresasNovembro.pdf>.

⁶⁶ MARTINS, António [et al.], *Estudos de Gestão...*, p. 62.

O investidor em capital de risco que, pelo contrário, toma uma atitude *hands-off*, apresenta-se num papel mais passivo, participando apenas com o seu capital⁶⁷. Desta forma, não contribui com o seu know-how nem se envolve na gestão da empresa. Contudo, não descarta dos negócios, mantendo neles o seu interesse. Uma vez que investiu o seu capital, pretende estar a par das decisões que possam interferir com o investimento realizado. Tanto na atitude *hands-on* como na *hands-off*, o capitalista de risco assume os mesmos interesses que o accionista, tendo como objectivos valorizar a empresa, obter lucro e sucesso. Por outro lado, participa, também, nos resultados da empresa.

Nos Estados Unidos da América (EUA), o capital de risco é considerado de forma diferente do que na Europa. Nos EUA, o *private equity* e o *venture capital* (capital de risco) têm funções diferentes, dada a origem anglo-saxónica⁶⁸. Enquanto o *private equity* destina-se a contribuições em empresas que já existem, o *venture capital* destina-se a empresas em início de actividade. Na Europa, o *private equity* inclui o *venture capital*, não existindo uma divisão entre estes dois conceitos.

2. Abordagem situacional: notas sobre a evolução do capital de risco nos Estados Unidos da América, na Europa e em Portugal

O capital de risco surgiu em meados da década de 40, nos Estados Unidos da América (EUA), enquanto actividade organizada, desempenhada por sociedades especializadas⁶⁹.

A primeira sociedade investidora em capital de risco foi a *American Research & Development Corporation* –ARD, criada no ano de 1946, por George Doriot juntamente com Ralph Flanders e Karl Compton. No entanto, o governo americano também contribuiu com os seus capitais, para o desenvolvimento da actividade de capital de risco, ao criar as *Small Business Investment Companies* – SBIC, destinadas ao financiamento de pequenas empresas.

⁶⁷ APCRI, Glossário. [consult Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL:http://www.apcri.pt>.

⁶⁸ IAPMEI, *Guia prático...*, p. 6.

⁶⁹ BANHA, Francisco Manuel, *Capital de Risco. O Impacto...*, p. 33.

Durante a década de 60, o capital de risco entrou numa situação de crise⁷⁰, verificando-se um abrandamento no seu crescimento. Contudo, veio a recuperar em finais dos anos 90, com a procura de negócios de alta tecnologia (comércio electrónico, engenharia genética⁷¹, biotecnologia e telecomunicações⁷²).

Hoje em dia, a actividade de capital de risco está fortemente desenvolvida nos EUA. De acordo com dados recentes da *National Venture Capital Association* (NVCA), o investimento em capital de risco representa 0,2% do PIB americano. Ainda assim, o rendimento gerado pela actividade de capital de risco representa 21% do PIB.

No que concerne à actividade de capital de risco, os EUA são um modelo para todos os outros países, visto que dele emergiram importantes empresas como a *Microsoft, Apple, eBay, Staples, Amazon*, entre outras⁷³.

Contrariamente ao verificado nos EUA, na Europa o capital de risco surgiu tardiamente, apenas na década de 80. No entanto, no final dos anos 70, o Reino Unido e a Irlanda já despertavam interesse pela actividade de capital de risco, sendo, portanto, os pioneiros⁷⁴⁻⁷⁵, no velho continente.

No período compreendido entre 1993 e 1997, a Europa registou um crescimento da actividade do capital de risco, apostando em empresas dedicadas “ao comércio electrónico e ao software”⁷⁶. Actualmente (em 2009), o investimento na indústria de capital de risco representa 0,186% do PIB europeu⁷⁷.

Em Portugal, a indústria de capital de risco nasceu em 1986, com o Decreto-Lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro, que veio dar origem a uma nova figura jurídica: as Sociedades de Capital de Risco (SCR). Estas sociedades estavam habilitadas, e ainda estão, a exercer a actividade de capital de risco, em Portugal.

⁷⁰ ESPERANÇA, Paulo José; MATIAS, Fernanda, *Finanças Empresariais*, 2ª Ed., Alfragide, Texto Editores, Lda., 2009, p. 48.

⁷¹ ESPERANÇA, Paulo José; MATIAS, Fernanda, *Finanças...*, p. 48.

⁷² FERREIRA, Damião Vellozo, *Sociedades de factoring, sociedades de capital de risco*, Viseu, Rei dos Livros, 1990, p. 56.

⁷³ NVCA, *Yearbook 2010*. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.nvca.org>.

⁷⁴ GREGORIOU, Greg N.; KOOLI, Maher; KRAEUSSEL, Roman, *Venture Capital in Europe*, U.K., Elsevier Inc., 2007, p. 4.

⁷⁵ BESSIS, Joël, *Capital-Risque et financement des entreprises*, Economica, Economica, Paris, Economica, 1988, p. 38.

⁷⁶ ESPERANÇA, Paulo José; MATIAS, Fernanda, *Finanças...*, p. 48.

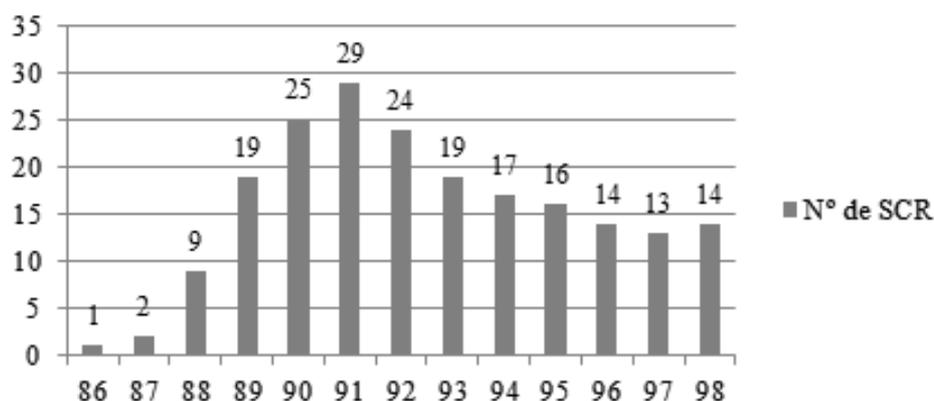
⁷⁷ Dados da European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA). [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.evca.eu>

A Sociedade Portuguesa de Capital de Risco S.A. (SPCR) foi pioneira nesta actividade, tendo surgido durante o ano de 1986. A partir daí, verificou-se um crescimento significativo no número de SCR. No final do ano de 1991, o número total de SCR existentes em Portugal ascendia a vinte e nove.

Ao longo dos anos, várias entidades foram criadas, a par das SCR, para impulsionar e incentivar a actividade de capital de risco, em Portugal. Exemplos destas entidades são os Fundos de Investimento de Capital de Risco (FCR), e, mais recentemente, os Investidores de Capital de Risco (ICR)⁷⁸.

Desde que surgiu em Portugal, a actividade de capital de risco registou várias oscilações. Em 1989, observou-se um grande reforço nos fundos disponíveis, destinados ao investimento em capital de risco. Contudo, em 1992 verificou-se um decréscimo provocado não só pela quebra no volume dos fundos, mas também pelo insucesso de algumas SCR, tendo originado uma diminuição do número de SCR, que apenas cessou em 1998⁷⁹⁻⁸⁰, conforme nos demonstra a Figura 3.

Figura 3 – Evolução do número de Sociedades de Capital de Risco entre 1986 e 1998



Fonte: APCRI e MARTINS, António [et al.], *ob. cit.*, p. 95

⁷⁸ Estas entidades têm como objecto principal a realização de investimentos em capital de risco. Acresce que os FCR podem, também, investir em unidades de participação de FCR e as SCR podem ter como actividade principal a gestão de FCR. Os ICR, correspondem aos *business angels*, investidores individuais que possuem meios financeiros e vasta experiência para realizar, tendencialmente, investimentos em *start-up* ou *early stage*. A descrição destas entidades será abordada com maior relevância no capítulo seguinte.

⁷⁹ ESPERANÇA, Paulo José; MATIAS, Fernanda, *Finanças...*, p. 50.

⁸⁰ MARTINS, António [et al.], *Estudos de Gestão...*, pp. 68-69.

No ano de 2002 registou-se, também, um elevado investimento, que pode ser explicado pelo interesse na área das telecomunicações, que já se tinha observado nos EUA, mas que só por esta altura despertou a atenção dos nossos empresários. Seguiu-se um período de oscilação, até 2008, ano em que se observou, contrariamente à tendência europeia, um volume de investimento bastante optimista (€396M), apesar da crise que se começava a atravessar⁸¹.

Em 2009, segundo dados da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)⁸²⁻⁸³, o capital de risco representava 2% do PIB nacional. Durante o ano de 2009, a expressão dos investimentos realizados foi cerca de 0,2%⁸⁴, verificando-se uma pequena descida para €303M⁸⁵, ainda assim de acordo com a tendência europeia. A actividade de capital de risco conta, actualmente, com 27 SCR e 50 FCR⁸⁶, o maior número registado desde 2005, de acordo com o Quadro 1. Para os próximos anos, espera-se, também, um quadro positivo⁸⁷.

Quadro 1 – Evolução do número de Fundos de Capital de Risco e de Sociedades de Capital de Risco entre 2005 e 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Nº de Fundos	37	39	42	41	50
Nº de SCR	18	21	23	21	27

Fonte: CMVM

⁸¹ APCRI, *Estatísticas de 2003, 2007 e 2008*. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.apcri.pt>.

⁸² CMVM, *Relatório Anual da Actividade do Capital de Risco em 2009*. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.cmvm.pt/cmvm>.

⁸³ FARIA, Ana Rita, *Capital de risco gera o equivalente a dois por cento do PIB*, Público (08 Junho 2010). [consult. Nov. 2011] Disponível em WWW:<URL:http://www.publico.pt>.

⁸⁴ Dados da EVCA. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.evca.eu>.

⁸⁵ APCRI, *Estatísticas de 2009*. [consult Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.apcri.pt>.

⁸⁶ FARIA, Ana Rita, *Capital de risco gera ...*

⁸⁷ BARROS, Marco, *Mercado do “private equity” em Portugal “está bem e recomenda-se”*, Vida Económica, (4 Junho 2010). [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL: http://www.gesventure.pt/blogs/FB%20VE%204%20Jun.pdf>.

3. Modalidades de entrada e de saída do capital de risco

3.1. Modalidades de entrada

A origem anglo-saxónica do capital de risco é visível nos termos empregues para descrever as modalidades de entrada⁸⁸ ou formas de investimento.

Coyle coloca o investimento em capital de risco sob três categorias⁸⁹. A primeira diz respeito ao investimento por indústria ou por produto. O investimento considera-se de elevado risco quando estamos perante uma indústria de alta tecnologia e de baixo risco quando se refere, por exemplo, ao sector de retalho. A segunda categoria prende-se com o tamanho do investimento, podendo este ser pequeno ou grande, consoante se se trata, por exemplo, de uma *start-up* ou de uma grande empresa. Por fim, a terceira categoria refere-se aos investimentos realizados por estágio de desenvolvimento da empresa. Esta última é frequentemente caracterizada e utilizada no mercado de capital de risco. Assim, as modalidades de entrada de capital de risco, mais comuns, e de acordo com as fases de desenvolvimento de uma empresa, são:

- a) *Seed Capital* – investimento de raiz, que é anterior à instalação do negócio e da empresa. Destina-se a pesquisa, a estudos de mercado, a projectos de I&D, ao desenvolvimento e exequibilidade de um produto ou serviço. O risco deste financiamento é elevado⁹⁰, dado estarmos numa fase de projecto, ainda muito primária.
- b) *Start-up* – financiamento dirigido a empresas cujos produtos, ou serviços ainda não são comercializados, pelo que o processo de investimento centra-se no marketing inicial e no lançamento dos produtos, serviços ou conceitos⁹¹. Ao contrário do verificado na fase de *seed capital*, as empresas já existem ou estão a terminar a sua implementação.
- c) *Other early stage* – os fundos são canalizados para o marketing e para o melhoramento da produção e comercialização. Aqui, a empresa,

⁸⁸ IAPMEI, *Guia prático...*, p. 10.

⁸⁹ COYLE, Brian, *Venture Capital & Buyouts*, Chicago, Fitzroy Dearborn Publishers, 2000, p. 4.

⁹⁰ LISTER, Kate E., HARNISH, Tom D., *Directory of venture capital*, 2^a ed., Canada, John Wiley & Sons, Inc., 2000, p. 8.

⁹¹ IAPMEI, *Guia prático...*, p. 10.

embora já instalada, ainda não obtém lucros, pelo que necessita do financiamento externo.

- d) Expansão – investimento que proporciona o crescimento e o desenvolvimento de empresas que detêm um grau considerável de maturidade, mas que, no entanto, não têm capacidade para, por exemplo, aumentar a produção. O risco que se pode correr, é relativamente mais baixo do que nas fases anteriores⁹².
- e) *Replacement equity* – também denominado de capital de substituição, permite que um accionista actual adquira participações de outros accionistas.
- f) *Turnaround* ou Resgate – os fundos visam desenvolver projectos de recuperação económica da empresa, visto que se encontra numa posição financeira crítica.
- g) *Managment Buy-out* (MBO) – financiamento que surge quando a equipa de gestão, juntamente com os investidores, adquire a própria empresa, com o intuito de obter o seu controlo.
- h) *Managment Buy-in* (MBI) – nesta modalidade, uma equipa de gestores externos, com o auxílio de financiadores, pretende obter o controlo de uma empresa. Tanto no MBO como no MBI, o investimento em capital de risco auxilia, em muitos casos, na protecção de negócios e de empregos, pois estes estão em risco de desaparecer⁹³.
- i) *Buy-in Managment Buy-out* (BIMBO) – tipo de investimento que combina os dois anteriores.

3.2. Modalidades de saída

Valorizar ao máximo a empresa e obter lucro e mais-valias capazes de compensar, em larga medida, a tomada de risco⁹⁴, são objectivos pretendidos pelos investidores, enquanto participantes do capital da empresa. Após alcançarem estas metas, os investidores tencionam receber o retorno do seu inves-

⁹² COYLE, Brian, *Venture Capital...*, p. 7.

⁹³ COYLE, Brian, *Venture Capital...*, p. 8.

⁹⁴ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Estudos de Direito Fiscal*, Coimbra, Almedina, 1999, p. 50.

timento. Assim, o delineamento da “estratégia de saída” é um passo muito importante⁹⁵, pelo que deve ser planeada *ab initio*.

O investidor poderá sair, liquidando a sua participação através do desinvestimento, o qual pode apresentar as seguintes modalidades:

- a) Venda da participação aos antigos titulares – o desinvestimento ocorre através da recompra ou recapitalização⁹⁶ pelos antigos accionistas e pode assumir a forma de contrato-promessa, MBO e opções de *call* e *put*⁹⁷.
- b) Venda da participação a terceiros – as quotas ou acções são vendidas a um terceiro: outro investidor (por refinanciamento), ou outra empresa (pertencente ou não, ao mesmo sector).
- c) Venda ao público – a venda da participação ocorre no mercado de bolsa, mediante Oferta Pública de Venda. Em Portugal, esta forma de desinvestimento, não é frequentemente utilizada, visto que o mercado de capitais é diminuto e a maior parte das PME não se encontra cotada em bolsa.

Como se pode observar, ao investimento do capital de risco sucede o seu desinvestimento, que assume a forma que maximize a participação do investidor, tendo em conta o tipo de mercado e de empresa. O capital de risco comporta características específicas, tal como as fases de investimento e desinvestimento. O mercado de capital de risco também possui características próprias. Na secção seguinte, observa-se as tendências e os traços característicos do mercado de capital de risco.

4. Tendências do mercado de capital de risco

O capital de risco é um instrumento financeiro que não se aplica apenas a empresas que estão a nascer ou a crescer, contudo tem sido esta a tendência,

⁹⁵ Comissão das Comunidades Europeias, *Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME – Promover...*, p. 6.

⁹⁶ GLADSTONE, David, GLADSTONE, Laura, *Venture Capital Investing. The complete handbook for investing in private businesses for outstanding profits*, New Jersey, Pearson Education, Inc., 2004, p. 284.

⁹⁷ IAPMEI, *Guia prático...*, p. 12.

tanto a nível nacional como comunitário. Assim, o capital de risco tem um mercado próprio, sendo utilizado em determinados sectores estratégicos e com preferência por certos estádios de desenvolvimento das empresas.

Segundo dados da Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (APCRI)⁹⁸, em 2010, os investimentos em capital de risco foram realizados maioritariamente em *buyout* (56%), seguido pelas fases de crescimento (39%) e capital de substituição (5%)⁹⁹. Em 2009, a fase de *start-up* representava 10,32% dos investimentos e a fase de *seed capital* representava 0,03%. Em 2010, estas fases também absorveram apenas uma parte diminuta do total dos investimentos realizados em capital de risco. Tanto em Portugal, como na Europa, a fase de *seed capital* apresenta, frequentemente, menor volume de investimentos. Na base deste resultado está o facto de esta ser uma fase muito prematura e em que o risco é extremamente elevado, não havendo informação acerca do *cash-flow*, do volume de vendas, da rentabilidade, entre outros. Salientam-se os investimentos em capital de substituição, que cresceram significativamente face a 2008, em que representavam somente 4%¹⁰⁰. Este facto pode ter origem na actual crise, que terá levado as empresas, que se encontram em dificuldades, a recorrer ao capital de risco enquanto “agente especializado na reestruturação de empresas que possam ver posta em causa a sua viabilidade”¹⁰¹.

Relativamente aos sectores¹⁰², os que canalizaram mais investimento, em 2009, foram os das ciências da vida (35,21%), bens de consumo e retalho (8,73%), negócios e serviços industriais (8,63%) e energia e ambiente

⁹⁸ APCRI, *Newsletters*, N.º IX, Abril, 2011. [consult. Julho 2011] Disponível em WWW: <URL<http://www.apcri.pt>>.

⁹⁹ As estatísticas apresentadas pela CMVM no *Relatório Anual da Actividade do Capital de Risco em 2009*, diferem um pouco destas, indicando que o investimento na fase de expansão representa 49,2 %, seguida do capital de substituição (17,3%), *start up* (9,7%), *buyout* (6,8%), *turaround* (2,6%), *seed capital* (1,2%). Esta diferença reside no facto de as estatísticas da CMVM assentarem sobre as empresas participadas por SCR e FCR, ao passo que as da APCRI apenas englobam as empresas participadas pelas suas SCR associadas.

¹⁰⁰ APCRI, *Anuário 2008/2009*. Disponível em WWW: <<http://www.apcri..pt>>

¹⁰¹ FARIA, Ana Rita, *Capital de risco gera o equivalente a dois por cento do PIB*, Público, 08 Jun. 2010. Disponível em WWW: <<http://www.publico.pt>>

¹⁰² APCRI, *Estatísticas APCRI 2009*. Disponível em: WWW: <<http://www.apcri.pt>>

(7,87%)¹⁰³. Na Europa¹⁰⁴, em 2009, as ciências da vida também estão no topo (15%), seguindo-se o sector das comunicações (13%) e bens de consumo e retalho (13%), O sector da energia e ambiente conta apenas com cerca de 7%. Contudo, este sector está a recuperar, tanto a nível europeu como mundial, dada a crescente aposta em energias limpas¹⁰⁵⁻¹⁰⁶.

Em Portugal, no ano de 2010, “o sector químico (...) foi o que mais investimento absorveu”, seguido do sector dos transportes, que foi o segundo sector que recebeu maior volume de investimentos¹⁰⁷. Também se destacaram os sectores de produtos industriais e serviços de consumo.

A principal fonte de financiamento dos capitais de risco portugueses, em 2010, teve origem na banca (42,5 milhões de euros). O Estado, foi o “segundo maior financiador”¹⁰⁸, contribuindo com 20 milhões de euros. Destes resultados constata-se que a indústria de capital de risco é fortemente dependente da banca.

Como podemos observar, o capital de risco é uma forma de investimento apta a realizar-se tanto numa fase inicial (de projecto) como numa fase de recuperação da empresa.

No capítulo seguinte, observa-se o enquadramento do capital de risco no ordenamento jurídico português.

¹⁰³ As estatísticas da CMVM apontam como principais sectores, alvo de investimento em capital de risco, os seguintes: actividades financeiras e de seguros (24,3%), captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição (20,6%), Indústrias transformadoras (10, 3%). O sector da electricidade representa 4,7% dos investimentos totais.

¹⁰⁴ EVCA, *Sectoral distribution of European investments*, Research statistics 2009. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.evca.eu>

¹⁰⁵ BARROS, Marc, *Indústrias “cleantech” e empresas tradicionais inovadoras são as apostas do capital de risco*, Suplemento Vida Económica (12 Fev. 2010).

¹⁰⁶ CLEANTECH GROUP, LL, *Record Number of Clean Technology Venture Deals in IQ 2010 Finds Cleantech Group and Deloitte*, Press releases, 31 de Março de 2010. [consult. Nov. 2010] Disponível em: WWW: <URL:http://cleantech.com/about/pressreleases/Q1-2010-release.cfm>

¹⁰⁷ MACHADO, Alexandra, *Problemas de financiamento chegaram ao capital de risco*, JORNAL DE NEGÓCIOS (12.Abril. 2011), pp. 28 e 29.

¹⁰⁸ MACHADO, Alexandra, *Problemas...*, p. 28.

Capítulo II – Enquadramento da actividade do capital de risco no ordenamento jurídico português

O capital de risco tem vindo a marcar o seu lugar no mercado português, enquanto importante fonte de financiamento, sendo essencial não só para o desenvolvimento e crescimento das PME, mas também para a estabilidade do tecido empresarial. Deste modo, este instrumento financeiro encontra-se regulado e regulamentado, a fim de o tornar mais eficiente. Neste capítulo, descrevemos os traços do regime legal e fiscal do capital de risco. Salienta-se que é dado especial enfoque a este capítulo, uma vez que a Lei reguladora da actividade de capital é recente e dadas as actuais alterações efectuadas a nível fiscal.

1. Aspectos legais

O regime jurídico do investimento em capital de risco foi delineado através da criação e regulamentação de entidades vocacionadas para o desenvolvimento e o fomento desta actividade. Assim, em 1986, fruto do Decreto-Lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro¹⁰⁹, nasceram as Sociedades de Capital de Risco (SCR). Posteriormente, surgiram outras entidades, tais como as Sociedades de Fomento Empresarial (SFE) (Decreto-Lei n.º 248/88, de 15 de Julho) que possuíam características próximas às das SCR, embora estivessem especificamente vocacionadas para apoiar os jovens empresários. O Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, veio fundir os regimes jurídicos das SCR e das SFE, revogando os respectivos diplomas. Em 1991, através do Decreto-Lei n.º 187/91, de 17 de Maio, foram criados os Fundos de Investimento de Capital de Risco. No ano seguinte, com o Decreto-Lei n.º 214/92, de 13 de Outubro, surgiram os Fundos de Investimento de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FIRIE), que se distinguem dos Fundos de Capital de Risco (FCR) pelo seu objecto e natureza. Estes últimos dois diplomas foram, também, revogados, ficando os regimes jurídicos dos Fundos de Investimento de

¹⁰⁹ O Decreto-Lei de 1986 foi alterado, três anos depois, pelo Decreto-Lei n.º 111/89, de 13 de Abril.

Capital de Risco e dos FIRIE regulados num único diploma, o Decreto-Lei n.º 58/99, de 2 de Março.

Em 2002, surgiu a figura dos Fundos de Sindicação do Capital de Risco (FSCR), pelo Decreto-Lei n.º 187/2002, de 21 de Agosto. Ainda em 2002, durante este mesmo ano, foi dada maior atenção à actividade de capital de risco, reconhecendo-se que esta “é de vital importância para o desenvolvimento das pequenas e médias empresas e um meio privilegiado para a consolidação do tecido empresarial”¹¹⁰. Deste modo, procedeu-se à reforma do sector de capital de risco, através do Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro¹¹¹. Este diploma veio, então, alterar o regime jurídico das SCR, das SFE e dos Fundos de Capital de Risco, revogando quer o Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, quer o Decreto-Lei n.º 58/99, de 2 de Março. O Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, passou a disciplinar a constituição e a actividade das SCR e dos Fundos de Capital de Risco (FCR), pretendendo, assim, “suprimir” os anteriores “constrangimentos legais” que dificultavam o desenvolvimento da actividade de capital de risco no nosso país¹¹². Mais tarde, o diploma sofreu duas alterações: a primeira pelo Decreto-Lei n.º 151/2004, de 29 de Junho, e a segunda pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março.

No ano de 2007, o exercício da actividade de investimento em capital de risco passou a estar regulado pelo Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro, que revogou o anterior Decreto-Lei n.º 319/2002 de 28 de Dezembro¹¹³. Este regime jurídico, veio flexibilizar, simplificar e promover o incremento desta actividade¹¹⁴.

No entanto, o Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro, foi revogado pela actual Lei n.º 18/2015, de 4 de Março. Esta Lei transpõe, parcialmente,

¹¹⁰ Cfr. Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro.

¹¹¹ A reforma do sector do capital de risco surgiu como prioridade no âmbito do Programa para a Produtividade e Crescimento da Economia, aprovado pela Resolução de Conselho de Ministros n.º 103/2002, de 17 de Junho, e publicada em 26 de Julho. Cfr. Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro.

¹¹² Cfr. Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro

¹¹³ A dissertação analisou o regime jurídico do Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 Novembro. Sem prejuízo, com a presente publicação, pretende-se actualizar a análise do regime jurídico do investimento em capital de risco, destacando as principais novidades introduzidas pela Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹¹⁴ Cfr. Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

para o ordenamento jurídico nacional, as Diretivas n.^{os} 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho, e 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Maio, assegurando, assim, a execução, na ordem jurídica portuguesa, dos Regulamentos (UE) n.^{os} 345/2013 e 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Abril¹¹⁵. A referida Lei “procede à revisão do regime aplicável ao exercício da atividade de investimento em capital de risco”¹¹⁶. Mais veio aprovar um novo regime jurídico, que inclui a actividade de investimento em empreendedorismo social e investimento alternativo especializado¹¹⁷. Acresce que a nova Lei passa a designar a autoridade supervisionadora das entidades que gerem os fundos europeus de empreendedorismo social designados “EuSEF”, bem como os fundos europeus de capital de risco “EuVECA”, e delimita o regime sancionatório aplicável a estas entidades, por violação das normas regulamentares europeias¹¹⁸. Através das entidades EuSEF e EuVECA, abre-se a possibilidade dos fundos de capital de risco e dos fundos de empreendedorismo social serem comercializados na União Europeia, assegurando-se, desta forma, a execução do Regulamento (UE) n.º 345/2013, de 17 de Abril.

O diploma legal anteriormente vigente (Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro) estabelecia, logo no seu artigo 1.º, quais as entidades que, em Portugal, estavam habilitadas a exercer esta actividade de investimento. Eram elas: as Sociedades de Capital de Risco (SCR), os Fundos de Capital de Risco (FCR) e os Investidores em Capital de Risco (ICR), sendo estes últimos investidores uma figura jurídica criada e introduzida pelo anterior Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

Apesar destas entidades permanecerem previstas, a actual Lei do Regime Jurídico do Capital de Risco, doravante, RJCR ou Lei (Lei n.º 18/2015, de 4 Março), introduziu novos tipos de entidades gestoras de capital de risco, as quais estão expressamente identificadas no artigo 1.º da referida Lei: (i) as Sociedades gestoras de fundos de capital de risco (SGFCR); (ii) as Sociedades de investimento em capital de risco (SICR); (iii) as Sociedades de empreendedorismo social (SES); (iv) Fundos de empreendedorismo social, que incluem

¹¹⁵ Cfr. Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹¹⁶ Cfr. Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹¹⁷ Cfr. Artigo 1.º, n.º 2 da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹¹⁸ Cfr. Artigo 1.º, n.º 3 da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

os fundos europeus de empreendedorismo social designados “EuSEF”; (v) as Sociedades de investimento alternativo especializado (SIAE) e, por fim, (vi) os Fundos de investimento alternativo especializado (FIAE). De notar que os FCR incluem os fundos europeus designados por “EuVECA”.

Deste modo, verifica-se que a nova lei abriu o leque a outras entidades, habilitando-as ao exercício da actividade do capital de risco, o que permitiu uma maior diversificação de tipos de entidades e especialização.

Todas estas entidades estão habilitadas ao exercício da actividade de investimento em território nacional, desde que tenham, em Portugal, a sua sede e administração¹¹⁹. Estas sociedades não são classificadas como intermediários financeiros¹²⁰, afastando, expressamente, a actual Lei o disposto na alínea b), do n.º 1 do artigo 293.º do Código dos Valores Mobiliários¹²¹.

Enquanto que o Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro regulava apenas o regime jurídico do capital de risco, a nova Lei n.º 18/2015, de 4 de Março aprova o regime jurídico do capital de risco e, ainda, o regime jurídico do empreendedorismo social e do investimento especializado¹²². Nessa conformidade, verifica-se que a actual Lei não se cinge exclusivamente a regular o investimento em capital de risco, alargando o seu âmbito ao empreendedorismo social e ao investimento especializado, em consonância com a transposição parcial de directivas e regulamentos europeus¹²³.

A própria Lei define o investimento em capital de risco, o investimento em empreendedorismo social e o investimento alternativo especializado. Assim, de acordo com o estipulado nos artigos 3.º, 4.º e 5.º do RJCR, deve entender-se por:

¹¹⁹ Cfr. o n.º 2 do artigo 2.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹²⁰ De acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 293.º do Código dos Valores Mobiliários, são intermediários financeiros: “a) As instituições de crédito e as empresas de investimento que estejam autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira em Portugal; b) As entidades gestoras de instituições de investimento colectivo autorizadas a exercer essa actividade em Portugal; c) As instituições com funções correspondentes às referidas nas alíneas anteriores que estejam autorizadas a exercer em Portugal qualquer actividade de intermediação financeira; d) As sociedades de investimento mobiliário e as sociedades de investimento imobiliário”.

¹²¹ Cfr. artigo 2.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹²² Cfr. artigo 2.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹²³ Cfr. artigo 1.º, n.º 1 da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

- a) Investimento em capital de risco: “a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização”¹²⁴;
- b) Investimento em empreendedorismo social: “a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades que desenvolvem soluções adequadas para problemas sociais, com o objetivo de alcançar incidências sociais quantificáveis e positivas”¹²⁵;
- c) Investimento alternativo especializado: “a aquisição por período de tempo limitado de ativos de qualquer natureza, não podendo cada ativo representar mais do que 30 % do respetivo valor líquido global”¹²⁶.

A actividade de investimento em capital de risco está regulada em dois regimes, criados pela nova Lei, distinguindo-se entre a “actividade das sociedades de capital de risco abaixo dos limiares relevantes e dos investidores em capital de risco” e a “actividade de investimento em capital de risco acima dos limiares relevantes”¹²⁷. O primeiro regime é simplificado e corresponde, no essencial, ao anterior regime jurídico do capital de risco. Este regime é aplicável aos ICR, às SCR e FCR geridos por SCR, sociedade de desenvolvimento regional e entidades habilitadas a gerir organismos de investimento alternativo em valores mobiliários fechados¹²⁸. Apenas se regem por este regime as referidas entidades que possuam activos sob gestão que não excedam € 100.000,00, com alavancagem, ou € 500.000,00 sem alavancagem, de acordo com o disposto no n.º 2 do artigo 6.º da Lei. O segundo regime, aplica-se às “sociedades gestoras de fundos de capital de risco, aos fundos de capital de risco geridos por estas entidades e às sociedades de investimento em capital de risco”¹²⁹. Para compreender este regime, é necessária uma análise paralela com a Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro. Assim, regulam-se por este regime

¹²⁴ Cfr. o n.º 1 do artigo 3.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹²⁵ Cfr. o n.º 1 do artigo 4.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹²⁶ Cfr. o n.º 1 do artigo 5.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹²⁷ Cfr. os títulos II e III da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹²⁸ Cfr. o n.º 1 do artigo 6.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹²⁹ Cfr. o n.º 1 do artigo 44.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

qualificado as entidades gestoras cujos activos sob gestão excedam os limiares previstos, ou seja, as que excedam € 100.000,00, com alavancagem, ou excedam € 500.000,00 sem alavancagem. O regime qualificado é mais exigente e impõe requisitos mais apertados, no que toca à organização e ao exercício do investimento.

Outra inovação constante do RJCR é a previsão de um regime sancionatório, mantendo a CMVM competência no que respeita a esta matéria.

A análise do regime jurídico do capital de risco do presente capítulo incidirá sobre o regime simplificado. Nos pontos que se seguem, observaremos o regime jurídico actual, com enfoque sobre as SCR, ICR e FCR.

1.1 Sociedades de Capital de Risco

As Sociedades de Capital de Risco apareceram, inicialmente, no nosso ordenamento jurídico como uma entidade que representava um “instrumento recente de promoção do investimento e de introdução de inovação tecnológica”¹³⁰. Hoje em dia, vão mais além. São estas entidades que, a par das demais legalmente previstas, desenvolvem a actividade de investimento em capital de risco, promovem o crescimento das empresas, contribuem para fomentar o empreendedorismo, etc. Nas palavras de Francisco Banha “a intervenção das Sociedades de Capital de Risco surge (...) como uma forma de financiamento essencial às PME (...) fundamentalmente porque procuram adicionar valor através do envolvimento a longo prazo com o desenvolvimento do negócio.”¹³¹ As SCR são, então, entidades que procuram oportunidades de negócios com elevado potencial de crescimento e são importantes actores no apoio às empresas e no incremento da actividade de capital de risco.

1.1.1. Objecto e operações

O primeiro DL regulador das SCR estabeleceu que estas tinham como objecto principal “o apoio e promoção do investimento e da inovação tecnológica em projectos ou empresas através da participação temporária no respectivo capital

¹³⁰ Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 17/86, de 14 de Junho.

¹³¹ BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro, *Capital de risco – Os tempos...*, p. 47.

social”¹³². Actualmente, o objecto principal das SCR e das demais entidades legalmente previstas é a realização de investimentos em capital de risco¹³³. Este investimento caracteriza-se pela “aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades de elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar a respectiva valorização”¹³⁴. Verifica-se que há uma evolução no que toca aos contornos do objecto. Se antes se centrava no apoio e no fomento, quer do investimento, quer das novas tecnologias, hoje, para além destes aspectos, o objecto foca-se na valorização. Ou seja, não basta apoiar e investir, é necessário que essas acções estejam direccionadas para gerar valor acrescentado.

As SCR têm, também, como objecto principal a gestão de FCR, estando incluídos os fundos europeus de capital de risco designados “EuVECA”, sendo-lhes possível adquirir unidades de participação dos FCR¹³⁵⁻¹³⁶. A gestão de FCR só surgiu, como objecto principal, aquando do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro. Contudo, estava restringida aos investidores qualificados que subscreviam ou adquiriam unidades de participação, dos quais as SCR faziam parte¹³⁷⁻¹³⁸⁻¹³⁹. O Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro veio eliminar

¹³² Cfr. Preâmbulo do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro.

¹³³ Cfr. o artigo 9.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹³⁴ Cfr. o artigo 3.º, n.º 1 da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹³⁵ Cfr. o n.º 2 e o n.º 3 do artigo 9.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹³⁶ Esta aquisição deve observar os limites expostos no artigo 22º do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

¹³⁷ Nas palavras de António Soares, os “investidores qualificados são aqueles que em função das suas especiais qualificações são considerados como tendo um conhecimento em matéria de investimentos e uma capacidade negocial superiores aos do investidor comum e que, por esse facto, não carecem de uma protecção legal nos seus investimentos de nível idêntico à requerida pelos demais investidores”. Cfr. SOARES, António de Almeida Ferreira, *Breves notas sobre o novo regime jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de capital de Risco*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15 – Dezembro 2002, p. 238. [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/b8c3d8947c274d16b25a589f0040f2ffASoares.pdf>>

¹³⁸ De acordo com o n.º 2 do artigo 13º do revogado DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, consideravam-se investidores qualificados os seguintes: a) o Estado e demais entes públicos, nacionais ou estrangeiros; b) os organismos e as instituições financeiras comunitárias e internacionais; c) as SCR e os FCR; d) as instituições de crédito; e) as sociedades financeiras; f) as empresas de investimento; g) as instituições de investimento colectivo e respectivas sociedades gestoras; h) as empresas seguradoras; i) as sociedades gestoras de fundos de pensões; j) as sociedades gestoras de participações sociais; l) as sociedades abertas; m) as

esta restrição e também possibilitar que uma SCR tivesse o seu objecto principal e exclusivo a gestão de FCR. A actual Lei, por sua vez, acrescentou, ao âmbito do objecto principal das SCR, a possibilidade da gestão de Fundos de Empreendedorismo social (incluindo os “EuSEF”) e, ainda, de Fundos de investimento alternativo especializado¹⁴⁰.

No que toca ao objecto acessório das SCR, este deve incidir sobre o “desenvolvimento das actividades que se revelem necessárias à prossecução do seu objecto principal, em relação às sociedades por si participadas ou, no caso de SCR, os FCR que se encontrem sob sua gestão”¹⁴¹. De acordo com o n.º 4 do artigo 9.º do RJCR, nestas actividades incluem-se as seguintes¹⁴²:

- a) “Prestar serviços de assistência à gestão técnica, financeira, administrativa e comercial das sociedades participadas, incluindo os destinados à obtenção de financiamento por essas sociedades;
- b) Realizar estudos de viabilidade, investimento, financiamento, política de dividendos, avaliação, reorganização, concentração ou qualquer outra forma de racionalização da actividade empresarial, incluindo a promoção de mercados, a melhoria dos processos de produção e a introdução de novas tecnologias, desde que tais serviços sejam prestados a essas sociedades ou em relação às quais desenvolvam projectos tendentes à aquisição de participações;
- c) Prestar serviços de prospecção de interessados na realização de investimentos nessas participações”.

fundações e as associações; n) as entidades colocadoras de unidades de participação por conta de outrem; o) os consultores autónomos; p) os titulares de participações qualificadas nas entidades referidas nas alíneas c) a l).

¹³⁹ Salienta-se que o DL n.º 187/91, de 17 de Maio, permitia às SCR administrar os FCR. O DL n.º 433/91, de 7 de Novembro, com a alteração do DL n.º 230/98, de 22 de Julho, previa que, no desenvolvimento das actividades das SCR, estas pudessem gerir os FCR. No entanto, só com o diploma legal de 2002 é que foi considerada objecto principal.

¹⁴⁰ Cfr. o n.º 2 do artigo 9.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹⁴¹ Cfr. o n.º 3 do artigo 9.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹⁴² Quanto ao objecto acessório, o RJCR não retirou nem acrescentou actividades que fazem parte da persecução do objecto acessório das SCR.

A actividade referida na alínea a) revela que o capitalista de risco que tome uma atitude *hands-on* age dentro do objecto acessório, não sendo, por isso, uma actividade obrigatória. A alínea b) demonstra o papel que as SCR podem ter no desenvolvimento das nossas empresas, melhorando os seus processos produtivos e introduzindo inovação tecnológica.

No desenvolvimento da actividade de investimento em capital de risco, as SCR estão autorizadas a exercer as operações enunciadas nas alíneas do n.º 1 do artigo 9.º do RJCR. São elas¹⁴³:

- a) “Investir em instrumentos de capital próprio, bem como em valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmam o direito à sua aquisição” (cfr. alínea a) do n.º 1 do artigo 9.º);
- b) “Investir em instrumentos de capital alheio das sociedades em que participem ou em que se proponham participar” (cfr. alínea b) do n.º 1 do artigo 9.º);
- c) “Investir em instrumentos híbridos das sociedades participadas ou em que se proponham participar” (cfr. alínea c) do n.º 1 do artigo 9.º)¹⁴⁴;
- d) “Prestar garantias em benefício das sociedades em que participem” (cfr. alínea d) do n.º 1 do artigo 9.º);
- e) “Aplicar os excedentes de tesouraria em instrumentos financeiros” (cfr. alínea e) do n.º 1 do artigo 9.º);
- f) “Realizar as operações financeiras, designadamente de cobertura de risco, necessárias ao desenvolvimento da actividade” (cfr. alínea f) do n.º 1 do artigo 9.º).

Existe uma limitação de ordem temporal às operações de investimento em capital de risco. Esta limitação constitui uma das operações vedadas, quer às SCR, aos ICR e aos FCR. Assim, estas entidades estão proibidas de efec-

¹⁴³ Ao abrigo do n.º 5 do artigo 6.º do DL anteriormente vigente, o legislador fez notar que todas as actividades referidas não constituíam actividades de intermediação financeira, quer para as SCR, quer para os ICR. Na nova LRJCR não é feita esta menção.

¹⁴⁴ A LRJCR acrescentou esta nova operação, contando, assim o n.º 1 do artigo 9.º daquela Lei com mais uma alínea. Esta possibilidade de investimento em instrumentos híbridos permite que as SCR girem entidades como as EuVECA e EuSEF e, também, fundos de investimento alternativo.

tuar investimento em capital de risco¹⁴⁵, “por período de tempo, seguido ou interpolado, superior a 10 anos”, nos termos previstos na alínea c), do n.º 1 do artigo 10.º do RJCR¹⁴⁶. Todavia, esta interdição não se aplica a participações em sociedades que tenham como objecto o desenvolvimento das actividades descritas no n.º 4 do artigo 9º, até ao limite de 10% do activo das SCR e dos ICR¹⁴⁷. A característica temporária da participação do capitalista de risco no capital social de uma empresa está assegurada, por imposição legal, através desta proibição. No entanto, o prazo limite de 10 anos pode ser prorrogável por autorização da CMVM, a título excepcional (não poderá resultar prejuízos nem para as participantes, nem para o mercado), mediante requerimento (cfr. alínea b) do n.º 5 do artigo 10º do RJCR).

As outras operações que as SCR não estão autorizadas a exercer são:

- a) “A realização de operações não relacionadas com a prossecução do objecto social ou com a política de investimentos” (cfr. alínea a), do n.º 1 do artigo 10.º);
- b) “O investimento em valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado que excedam 50 % do respectivo activo”¹⁴⁸ (cfr. alínea b) do n.º 1 do artigo 10º);

¹⁴⁵ Cfr. a aceção definida no artigo 3.º do RJCR.

¹⁴⁶ Ao abrigo do anterior regime legal, este limite temporal de 10 anos era aplicável apenas às SCR, ao passo que o limite temporal previsto para os ICR era de 5 anos. Destarte, o RJCR veio igualar a limitação temporal do investimento em capital de risco, fixada em 10 anos, para as três entidades (SCR, FCR e ICR). No que toca aos ICR, o alargamento do limite temporal para 10 anos, em vez dos anteriores 5 anos, poderá revelar-se uma medida positiva, se perspectivarmos no sentido de que atrairá e/ou incentivará à constituição de mais ICR.

¹⁴⁷ Cfr. o n.º 6 do artigo 10º do RJCR (anterior n.º 7 do artigo 7.º do DL 375/2007, de 8 de Novembro).

¹⁴⁸ Este valor pode ser ultrapassado mediante autorização da CMVM (cfr. a alínea a) do n.º 5 do artigo 10.º do RJCR). O preâmbulo do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, esclarecia a razão subjacente a este mecanismo (o da limitação do investimento em valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, o qual não pode exceder os 50% do activo): é a de que, com ele, se pretende “permitir a ligação entre o investimento em capital de risco que consubstancie a retirada do mercado regulamentado das sociedades nele negociadas ou para efeitos do desinvestimento em capital de risco realizado através do mercado” – cfr. Preâmbulo do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

- c) “Adquirir direitos sobre bens imóveis, com excepção daqueles que se revelam necessários às suas instalações próprias, no caso das SCR e ICR” (cfr. alínea d) do n.º 1 do artigo 10.º);
- d) “O investimento de mais de 33 % dos seus activos disponíveis para investimento, numa sociedade ou grupo de sociedades, aferindo-se o limite no final do período de dois anos sobre a data do investimento inicial realizado para carteira, com base no valor da sua aquisição” (cfr. alínea a) do n.º 2 do artigo 10.º);
- e) “O investimento, no caso das SCR, de mais de 33 % do seu activo em FCR geridos por outras entidades” (cfr. alínea b) do n.º 2 do artigo 10.º);
- f) “O investimento, sob qualquer forma, em sociedades que dominem a SCR ou a entidade gestora do FCR ou que com estas mantenham uma relação de grupo prévia ao investimento em capital de risco” (cfr. alínea c) do n.º 2 do artigo 10.º);
- g) “A concessão de crédito ou a prestação de garantias, sob qualquer forma ou modalidade, com a finalidade de financiar a subscrição ou a aquisição de quaisquer valores mobiliários emitidos pela SCR, pelo FCR, pela respectiva entidade gestora ou pelas sociedades referidas na alínea anterior” (cfr. alínea d) do n.º 2 do artigo 10.º).

O n.º 3 do artigo 10.º do RJCR salienta que não são consideradas como investimento as “operações correntes de tesouraria realizadas com sociedades que dominem as SCR ou a entidade gestora de FCR ou que com estas mantenham uma relação de grupo prévia ao investimento em capital de risco”.

Caso os limites previstos nos n.ºs 1 a 3 do artigo 10.º do RJCR sejam ultrapassados – devido à cessão de bens, dação em cumprimento, arrematação ou qualquer outro meio legal de cumprimento de obrigações ou destinado a assegurar esse cumprimento – deve proceder-se à respectiva alienação num prazo não superior a dois anos¹⁴⁹.

Embora o artigo 10.º do RJCR seja um artigo extenso e detalhado, as operações proibidas – assim descrito na sua epígrafe – apenas vêm mencionadas, *stricto sensu*, nos seus primeiros 3 números. Os demais números traçam considerações, limitações e excepções às actividades não permitidas.

¹⁴⁹ Cfr. o n.º 4 do artigo 10.º do RJCR.

O artigo que lhe segue introduz um novo capítulo na Lei e explora, de modo particularizado, o regime das SCR, nomeadamente a forma jurídica, o capital social e a representação, os quais se analisam nos próximos parágrafos.

1.1.2. Qualificação, forma jurídica, capital social e representação

Até à entrada em vigor do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, as SCR eram qualificadas como sociedades financeiras, por estarem “autorizadas a praticar actividades exclusivas de instituições de crédito e sociedades financeiras, como seja a participação na colocação de valores mobiliários”¹⁵⁰. Acresce que, esta qualificação sujeitava-as a um conjunto de obrigações e requisitos associados à sua constituição e desenvolvimento da actividade, que se revelava “excessivo”¹⁵¹. A desqualificação das SCR enquanto sociedades financeiras provocou, por um lado, a eliminação daquelas actividades e, por outro, a simplificação do seu registo¹⁵².

A partir de então as SCR passaram a ser sociedades comerciais¹⁵³. O n.º 2 do artigo 11.º do RJCR expõe que, a firma das SCR, deve adoptar a expressão «Sociedade de Capital de Risco» ou a abreviatura «SCR», sendo certo que, as quais, ou outras que com elas se confundam, não podem ser utilizadas por outras entidades. Ademais, por serem sociedades anónimas, a firma deverá concluir com a expressão “Sociedade Anónima” ou a abreviatura “S.A.”¹⁵⁴.

No que concerne ao capital social, observa-se que sofreu algumas modificações, com as várias alterações legislativas. O capital social mínimo das SCR foi, inicialmente estabelecido, no DL n.º 17/86, de 14 de Junho, em 1.500.000€. Com a alteração efectuada pelo DL n.º 433/91, de 7 de Novembro, o capital social fixou-se em 3.000.000€. A este propósito, António Soares esclarece que a razão para o legislador ter determinado este montante elevado subjaz, “segundo se crê, por haver assumido que a actividade de capital de risco das

¹⁵⁰ Cfr. Preâmbulo do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro (revogado pelo DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, e, por sua vez, foi este revogado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de Março).

¹⁵¹ SOARES, António de Almeida Ferreira, *Breves...*, p. 236.

¹⁵² SIMÕES, Ana Raquel Lopes, *Sociedades de Capital de Risco e Fundos de Capital de Risco*, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2006, p. 15. Relatório do Seminário de Direito Bancário Institucional.

¹⁵³ Cfr. o n.º 1 do artigo 11.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

¹⁵⁴ Cfr. o n.º 1 do artigo 275.º do Código das Sociedades Comerciais.

referidas sociedades se iria desenvolver, fundamentalmente, com recurso a fundos próprios”¹⁵⁵. No entanto, revelou-se que a actividade de capital de risco exercia-se “crescentemente com recurso à constituição de fundos de capital de risco, reservando-se as sociedades de capital de risco para a actividade de gestão de tais fundos”¹⁵⁶⁻¹⁵⁷. Em linha de conta com este facto, e no sentido de estimular a criação de novas SCR, o DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro veio, então, diminuir o capital social das SCR para os €750.000,00¹⁵⁸.

O DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, estabeleceu uma ligação directa entre o objecto principal e o montante mínimo do capital social. Assim sendo, era necessário distinguir se a SCR tinha como objecto principal investir em capital de risco, ou se tinham exclusivamente como objectivo exercer a gestão de FCR. No primeiro caso, o capital social mínimo fixava-se em €750.000,00 e no segundo em €250.000,00¹⁵⁹. A “racionalização dos capitais sociais mínimos”¹⁶⁰ foi reflexo da sobrecapitalização das sociedades que tinham “dinheiro parado”¹⁶¹. Acresce que, a redução do capital social para €250.000,00 justificou-se por as SCR, que apenas geriam FCR, não expunham “o seu balanço aos riscos emergentes da detenção de uma carteira de participações”¹⁶². Esta diminuição funcionou como um incentivo à criação de SCR com objecto principal circunscrito à gestão de FCR, promovendo, deste modo, a actividade de capital de risco¹⁶³.

¹⁵⁵ SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 236.

¹⁵⁶ SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 236.

¹⁵⁷ A este propósito, salienta-se que os FCR estão em maior número do que as SCR – como se constatou na Parte I –, pelo que detêm, também, maior quota de mercado. Segundo dados da CMVM, em 2009, a sua quota foi de 76,3%, enquanto a quota das SCR situava-se nos 23,7%. Cfr. CMVM, *Relatório Anual...*, p. 4.

¹⁵⁸ Esta diminuição deveu-se, também, à desqualificação das SCR como sociedades financeiras, operada pelo DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro.

¹⁵⁹ Cfr. o n.º 3 do artigo 8.º do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

¹⁶⁰ Cfr. Preâmbulo do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

¹⁶¹ FRANCO, Luís Neves; CARVALHO, Raquel, *Nova lei vem clarificar regras de capital de risco em Portugal*, *Diário Económico* (27 Nov. 2007), p. VI. Suplemento do *Diário Económico* n.º 4270. [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: URL:http://www.gesventure.pt/em_destaque/pdf_press/DE_cap_risco_nov2007.pdf

¹⁶² Preâmbulo do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

¹⁶³ FRANCO, *Nova lei vem clarificar...*, p. VI.

Com a entrada da nova Lei, o legislador eliminou a diferenciação na persecução do objecto principal das SCR, para efeitos de fixação do capital social mínimo, reduziu-o para € 125.000,00¹⁶⁴. Não obstante desta diminuição do capital social mínimo, o legislador prevê o reforço de capital, quando estão em causa fundos próprios e consoante o valor líquido das carteiras que as SCR tenham sob gestão. Assim, caso o valor das carteiras sob gestão das SCR exceda € 250.000,00, é obrigatório o reforço de fundos próprios, igual a 0,02% do montante em que o valor líquido global das carteiras sob gestão exceda aquele montante¹⁶⁵. Contudo, a Lei prevê uma redução de 50% do montante suplementar dos fundos próprios, no caso destas SCR beneficiarem de uma garantia de montante igual, prestada por instituição de crédito ou empresa de seguros, sediada na União Europeia¹⁶⁶. Na legislação anterior, relativamente aos fundos próprios das SCR, estes podiam ser alvo de níveis mínimos, quando fixados por portaria conjunta dos membros do Governo e sob proposta da CMVM. Os níveis deviam ser proporcionais à composição da respectiva carteira própria e dos FCR que administrassem¹⁶⁷. A actual Lei veio regular, especificamente, os fundos próprios, os quais estão contemplados no artigo 12.º da referida Lei.

O capital social das SCR é representado por acções nominativas e só pode ser realizado com entradas em dinheiro, ou com determinadas classes de activos assinaladas na alínea a) do n.º 1 do artigo 9º do RJCR¹⁶⁸⁻¹⁶⁹. As entradas que se realizem mediante algumas destas classes, são objecto de relatório elaborado por auditor registado na CMVM, por imperativo do n.º 8 do artigo 11.º da mesma Lei. O legislador manteve esta imposição, sendo que ao abrigo do anterior DL pretendia-se impulsionar a transparência e a prevenção dos conflitos de interesse¹⁷⁰. Os aumentos de capital são permitidos, apenas na

¹⁶⁴ Cfr. o n.º 3 do artigo 11.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁶⁵ Cfr. o n.º 1 do artigo 12.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁶⁶ Cfr. o n.º 2 do artigo 12.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁶⁷ Cfr. o n.º 4 do artigo 5.º do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro (revogado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de Março).

¹⁶⁸ Cfr. o n.º 3 e o n.º 4 do artigo 11.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁶⁹ O DL n.º 433/91, de 7 de Novembro, apenas permitia que o capital social das SCR se realizasse com entradas em dinheiro ou incorporação de reservas, proibindo, de forma expressa, qualquer outra possibilidade. Cfr. SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 237.

¹⁷⁰ Cfr. Preâmbulo do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

modalidade de incorporação de reservas e nos termos gerais, isto é, nos termos do CSC¹⁷¹⁻¹⁷².

Sobre o regime jurídico das SCR, ainda é necessário observar o n.º 6 do artigo 11.º do RJCR que estabelece que “os relatórios de gestão e as contas anuais das SCR devem ser objecto de certificação legal por auditor registado na CMVM”. Com a actual legislação, passa a estar previsto que as SCR prestem informações, de periodicidade anual, à CMVM, que incidam sobre (i) os instrumentos negociados; (ii) as principais posições de risco; (iii) as concentrações mais importantes dos FCR ou de carteira sob gestão própria¹⁷³. Por fim, as SCR regem-se pelos seus estatutos, a par da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, e demais disposições aplicáveis¹⁷⁴.

No âmbito das SCR as novidades introduzidas pelo actual RJCR foram diversas, contudo, mantiveram-se alguns aspectos do regime anterior.

No ponto que se segue observaremos o regime jurídico traçado para os Investidores em Capital de Risco (ICR), que, ao abrigo da anterior legislação constituíam uma nova entidade habilitada a exercer a actividade de capital de risco. Não olvidaremos, no entanto, alguns dos aspectos até agora referidos, pois o regime jurídico dos ICR partilha alguns preceitos já mencionados para as SCR.

¹⁷¹ Cfr. o n.º 4 do artigo 11.º, parte final, da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁷² O aumento do capital social por incorporação de reservas está estabelecido no artigo 91.º do Código das Sociedades Comerciais, que aqui transpomos:

Artigo 91.º (Aumento por incorporação de reservas)

“1. A sociedade pode aumentar o seu capital por incorporação de reservas disponíveis para o efeito.

2. Este aumento de capital só pode ser realizado depois de aprovadas as contas do exercício anterior à deliberação, mas, se já tiverem decorrido mais de seis meses sobre essa aprovação, a existência de reservas a incorporar só pode ser aprovada por um balanço especial, organizado e aprovado nos termos prescritos para o balanço anual.

3. O capital da sociedade não pode ser aumentado por incorporação de reservas enquanto não estiverem vencidas todas as prestações do capital, inicial ou aumentado.

4. A deliberação deve mencionar expressamente:

a) A modalidade do aumento do capital;
b) O montante do aumento do capital;
c) As reservas que serão incorporadas no capital”.

¹⁷³ Cfr. o artigo 13.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁷⁴ Cfr. o n.º 7 do artigo 11.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

1.2. Os investidores em capital de risco (*business angels*)

Os *business angels* ou “investidores providenciais”, “investidores informais”¹⁷⁵ ou, ainda e em tradução literal, “anjos do negócio”¹⁷⁶ são reconhecidos no nosso ordenamento jurídico como investidores em capital de risco.

Nas palavras de Francisco Manuel Banha, os *business angels* “são capitalistas individuais que cobrem as necessidades de financiamento a que os fundos institucionais de capital de risco não dão resposta, nomeadamente os projectos de *seed capital* e *start-ups*”¹⁷⁷, pelo que representam uma alternativa de financiamento bastante atractiva para as PME. Estes “capitalistas individuais” exercem a actividade de capital de risco informal e são, frequentemente, empresários e pessoas experientes que investem não só o seu capital mas também empregam as suas experiências e conhecimentos¹⁷⁸. Os objectivos visados com estes investimentos assentam na valorização e posterior alienação do capital investido.

Os ICR foram uma das principais novidades introduzidas pelo DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, que afirmou a presença destes investidores na actividade de capital de risco. Na nova Lei, o capítulo dedicado aos Investidores em Capital de Risco mantém-se inalterado, correspondendo o actual artigo 14.º do RJCR, na íntegra, ao anterior artigo 9.º do DL n.º 375/007, de 8 de Novembro.

1.2.1. Objecto e operações

Em vários aspectos o regime jurídico dos ICR é similar ao das SCR, por isso, muitos dos normativos previstos para as SCR também lhes são aplicáveis, com

¹⁷⁵ COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, *Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME – Promover...*, p. 4.

¹⁷⁶ PINTO, Luísa Empis de Bragança Ferreira, *As Sociedades de Capital de Risco e o seu Modus Operandi*, Universidade Lusíada de Lisboa, Julho de 2004, pp. 49 e 50. Dissertação de Mestrado em Direito na vertente Ciências Jurídico-Empresariais.

¹⁷⁷ BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro, *Capital de risco – Os tempos...*, p. 139.

¹⁷⁸ O “típico business angel (BA) português” enquadra-se num escalão etário que vai desde os 25 aos 50 anos e, frequentemente, são (ou foram) gestores de empresas. Cfr. CORREIA, Alexandra, *O dinheiro dos anjos*, Visão (21 Julho 2011), p. 51. [consult. Julho 2011] Disponível em WWW: <URL: http://www.gesventure.pt/blogs/dinheiro_dos_anjos.pdf >

as devidas adaptações¹⁷⁹. Assim sendo, o objecto principal dos ICR é idêntico ao das SCR, mas apenas no que concerne ao n.º 1 do artigo 9.º do RJCR, não fazendo parte do seu objecto a gestão de FCR. No mesmo sentido, o objecto acessório também é partilhado com as SCR, pelo que remetemos para o que ficou descrito no ponto 1.1.1. sobre esta matéria.

As operações previstas no n.º 1 do artigo 10.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março são também vedadas aos ICR, com necessárias adaptações. O DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, diferenciava o regime dos ICR e o das SCR no que tocava ao limite temporal para a detenção de “instrumentos de capital próprio, bem como em valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmam o direito à sua aquisição, e instrumentos de capital alheio” (cfr. alínea c) do n.º 1 do artigo 7.º do anterior DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro). Enquanto que para as SCR este período de tempo era de 10 anos, para os ICR era de 5 anos¹⁸⁰. Todavia, com a actual Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, esta diferença deixou de existir, passando os ICR a poder deter participações durante 10 anos, à semelhança das SCR, conforme determinado na alínea c) do n.º 1 do artigo 10.º do RJCR.

Tal como acontece para as SCR, a alínea c) do n.º 1 do artigo 10.º do RJCR não se aplica a participações em sociedades que tenham por objecto o desenvolvimento das actividades referidas no n.º 4 do artigo 9.º do mesmo diploma legal (actividades relacionadas com o objecto acessório), até ao limite de 10% do activo dos ICR¹⁸¹.

De igual forma para o que a Lei prevê para as SCR, os ICR estão impedidos de adquirir direitos sobre bens imóveis, para além dos necessários às suas instalações próprias¹⁸².

A aproximação do regime jurídico dos ICR ao das SCR assenta, sobretudo nos aspectos gerais. No que se refere à natureza, forma jurídica e ao capital social, os ICR possuem disciplina própria.

¹⁷⁹ Exemplos desses normativos são: o n.º 1 do artigo 9.º; o n.º 4 do artigo 9.º; o n.º 1 do artigo 10.º, todos da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁸⁰ Aqui também se aplicava a possibilidade da prorrogação deste período temporal mediante autorização da CMVM, nos termos da alínea b) do n.º 5 do artigo 10.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁸¹ Cfr. o n.º 6 do artigo 10.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁸² Cfr. a alínea d) do n.º 1 do artigo 10.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

1.2.2. Qualificação, forma jurídica, capital social e funcionamento

De acordo como o n.º 1 do artigo 14.º do RJCR, os ICR são considerados “sociedades de capital de risco especiais constituídas, obrigatoriamente, segundo o tipo de sociedade unipessoal por quotas”. A “necessidade de garantir requisitos de transparência” levou a que o legislador adoptasse por esta forma jurídica para os investidores individuais, pois permite que “o património afecto ao capital de risco” se distinga do “restante património pessoal”¹⁸³. Os ICR constituem-se por um sócio único, titular da totalidade do seu capital. Salienta-se que só as pessoas singulares podem recorrer a esta figura, não se admitindo que pessoas colectivas a adoptem¹⁸⁴.

O sócio único de um ICR assim como os membros e órgãos sociais e os titulares de participações qualificadas de SCR devem possuir idoneidade, isto é, “devem reunir condições que garantam a sua gestão sã e prudente”¹⁸⁵. Na apreciação da idoneidade, o critério a adoptar é a forma como “a pessoa gere habitualmente os negócios ou exerce a sua profissão”. Deve-se atender, especialmente, aos aspectos reveladores da “incapacidade para decidir de forma ponderada e criteriosa”, ou à “tendência para não cumprir, de forma pontual, as suas obrigações ou para ter comportamentos incompatíveis com a preservação da confiança do mercado”¹⁸⁶. No regime anteriormente vigente, era necessário articular esta matéria com o n.º 1 do artigo 3º do Regulamento da CMVM n.º 1/2008, de 7 de Março¹⁸⁷⁻¹⁸⁸ que estabelecia as exigências de idoneidade acrescidas. O preceito apontava, como indicador da falta de idoneidade, o facto de os titulares de participações qualificadas ou dos membros de órgãos sociais terem sido: condenados em processo-crime¹⁸⁹, identificados

¹⁸³ Cfr. Preâmbulo do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

¹⁸⁴ Cfr. o n.º 2 do artigo 14.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁸⁵ Cfr. o n.º 1 do artigo 8.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁸⁶ Cfr. o n.º 2 do artigo 8.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁸⁷ Publicado em Diário da República – II Série – 07/03/2008 e, actualmente, revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2015.

¹⁸⁸ Nos termos da alínea e) do n.º 1 do artigo 3º do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, a CMVM era competente para regulamentar sobre esta matéria.

¹⁸⁹ Designadamente pela prática de crime contra o património, por burla, abuso de confiança, corrupção, infidelidade, branqueamento de capitais, manipulação do mercado, abuso de informação ou crimes previstos no Código das Sociedades Comerciais. Cfr. a alínea a) do

como pessoa afectada pela qualificação da insolvência como culposa¹⁹⁰ e condenados em processo de contra-ordenação intentado pela CMVM, Banco de Portugal ou Instituto de Seguros de Portugal¹⁹¹. O n.º 2 do mesmo artigo reforçava as exigências de idoneidade ao estipular que não se considerava como idónea a pessoa que prestou, de forma dolosa, declarações falsas ou inexactas sobre os factos relevantes no âmbito de apreciação de idoneidade.

Sucedo porém que, o Regulamento da CMVM n.º 1/2008, de 7 de Março, foi revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2015. Embora este novo regulamento tenha eliminado os requisitos em matéria de idoneidade dos membros dos órgãos sociais e dos titulares de participações qualificadas, estes passaram a estar, expressamente, previstos nos n.ºs 3 e 4 do artigo 8.º da Lei n.º 18/2015, de 4 Março, mantendo de igual forma os indicadores de idoneidade.

A firma dos ICR deve conter a expressão “Investidor de Capital de Risco” ou a abreviatura “ICR”, “as quais, ou outras que com elas se confundam, não podem ser usadas por outras entidades”¹⁹².

No que respeita ao capital subscrito mínimo, este não vem referenciado no diploma legal vigente. Contudo, em 2006, numa sessão de esclarecimento sobre as propostas de alteração aos regimes de capital de risco e titularização de créditos, Carlos Tavares, presidente do conselho directivo da CMVM, apresentou que o capital social mínimo dos ICR estabelecia-se em €5.000,00¹⁹³. Dado que os investidores individuais se constituem segundo o tipo de sociedade unipessoal por quotas e que no Código das Sociedades Comerciais, na redacção anterior às alterações introduzidas pelo DL n.º 33/2011, de 7 de Março, este tipo de sociedades constituíam-se com capital social mínimo não

artigo 3.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2008, de 7 de Março, actualmente, revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2015.

¹⁹⁰ Cfr. os artigos 185.º a 191.º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas e a alínea b) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2008, de 7 de Março (actualmente revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2015).

¹⁹¹ Cfr. a alínea c) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2008, de 7 de Março, actualmente revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2015.

¹⁹² Cfr. o n.º 3 do artigo 9.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

¹⁹³ CMVM, *Consulta Pública sobre as Propostas de Alteração aos Regimes do Capital de Risco e da Titularização de Créditos*, Lisboa, 28 de Novembro de 2006. Disponível em WWW: <URL:http://www.cmvm.pt/CMVM/A%20CMVM/Conferencias/Conferencias/Pages/Sessao%20publica%2028112006.aspx?nrmode=unpublished>.

inferior a €5.000,00, compreende-se a proposta de aplicação deste valor aos ICR, àquela data¹⁹⁴.

Por fim, relativamente ao funcionamento, os ICR regem-se pelo presente RJCR, por outras disposições especificamente aplicáveis e pelos seus estatutos¹⁹⁵.

1.3. Fundos de Capital de Risco

Os Fundos de Capital de Risco pertencem a um conjunto de investidores (os titulares das unidades de participação) e têm por objectivo “realizar ao máximo a diversificação dos investimentos”, de modo “a que se reduza o risco ao mínimo”¹⁹⁶, o que conseguem dado o capital se encontrar disperso por vários projectos. Um FCR realiza o seu investimento “essencialmente em empresas não cotadas, com a perspectiva de as vender no final do período de maturidade do investimento”¹⁹⁷. Os fundos são um veículo de investimento bastante atractivo, sobretudo para os investimentos de médio a longo prazo, uma vez que a sua entrada e saída é flexível.

1.3.1. Tipos de Fundos de Capital de Risco e operações

À luz do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, os FCR distinguem-se em função dos destinatários, apresentando-se segundo dois tipos: os fundos para investidores qualificados (FIQ) e os fundos comercializáveis junto do público (FCP)¹⁹⁸. A delimitação tinha como objectivo reforçar o papel dos FCR e

¹⁹⁴ O DL n.º 33/2011, de 7 de Março, adoptou medidas de simplificação dos processos de constituição das sociedades por quotas, passando o capital social a ser livremente definido pelos sócios.

¹⁹⁵ Cfr. o n.º 4 do artigo 14.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março (correspondente ao n.º 4 do artigo 9.º do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro).

¹⁹⁶ SIMÕES, *Sociedades de Capital de Risco...*, p. 30.

¹⁹⁷ MNF Gestão de Activos, *Fundos de Capital de Risco – Uma oportunidade*, OJE, (21 Março 2009). [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.oje.pt/suplementos/poupar-e-investir/artigos-de-opiniao/fundos-de-capital-de-risco---uma-oportunidade>.

¹⁹⁸ Os FIQ e os FCP diferenciavam-se em vários aspectos. No que respeita à forma de representação do capital do fundo, as unidades de participação dos FIQ eram representadas, inicialmente, através de títulos de crédito nominativos designados por certificados, enquanto as unidades de participação dos FCP eram valores mobiliários nominativos. Quanto à constituição

possibilitar que as respectivas unidades de participação pudessem ser comercializadas junto de um universo mais alargado de investidores¹⁹⁹. Com a revisão do regime jurídico do capital de risco, procedida pelo DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, a distinção dos FCR com base no tipo de investidor foi eliminada²⁰⁰. De facto, esta “categorização” “deixou de fazer sentido”, uma vez que os investimentos em FCR passaram a estar “acessíveis a todos os investidores que subscrevam um mínimo de €50.000,00”²⁰¹⁻²⁰², mantendo-se igual no actual regime jurídico²⁰³.

O n.º 1 do artigo 16.º do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro previa a obrigatoriedade dos FCR serem fechados. A Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, eliminou a menção dos FCR serem fundos fechados, desaparecendo, destarte, essa obrigatoriedade.

Acresce que, a actual Lei veio regular acerca da duração e prorrogação dos FCR, o que não se verificava no regime anterior. Assim, os FCR passam a ter uma duração determinada²⁰⁴, podendo esta ser prorrogada, por uma ou mais vezes e por períodos que não excedam o inicial, mediante proposta a apresentar pela assembleia de participantes, devendo a deliberação reunir a maioria de votos emitidos²⁰⁵.

dos FIQ, estava sujeita a registo prévio simplificado junto da CMVM, ao passo que a constituição de FCP necessitava de autorização prévia desta entidade. Ao nível da gestão, estes fundos distinguiam-se por os FCP apenas poderem ser constituídos e geridos por sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliários ou por instituições de crédito, enquanto os FIQ poderiam ser administrados tanto por entidades aptas a gerir fundos de investimento mobiliários como por sociedades de desenvolvimento regional ou por SCR. Cfr. Preâmbulo do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro.

¹⁹⁹ Cfr. Preâmbulo do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro.

²⁰⁰ Cfr. Preâmbulo do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro.

²⁰¹ APCRI, *Anuário APCRI 2008-2009*, p. 13. [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.apcri.pt>.

²⁰² Cfr. Preâmbulo do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, e n.º 2 do artigo 17.º do mesmo diploma.

²⁰³ Cfr. o n.º 2 do artigo 22.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁰⁴ O n.º 1 do artigo 38.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, ressalva que não estão abrangidos por esta obrigatoriedade os FCR que, nos seus “documentos constitutivos” prevejam a “negociação em mercado regulamentado, em sistema de negociação multilateral ou em outras formas organizadas de negociação multilateral das suas unidades de participação”.

²⁰⁵ Cfr. os n.ºs 1 e 2 do artigo 38.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

Com esta nova alteração, o legislador também sentiu necessidade de adequar o anteriormente vigente, no que diz respeito à dissolução e liquidação dos FCR. Nessa conformidade, o actual artigo 42.º do RJCR determina que os FCR dissolvem-se: (i) findo o prazo que foi determinado para a sua constituição; (ii) mediante deliberação da assembleia de participantes, quando aplicável, tomada por maioria de 2/3 dos votos emitidos²⁰⁶; (iii) por cancelamento do seu registo (iv) por decisão a ser tomada pela CMVM, no caso de “violação do regulamento de gestão ou de disposições legais e regulamentares que regem os fundos de capital”²⁰⁷.

No que tange às operações permitidas, os FCR podem exercer as mesmas actividades previstas para as SCR e os ICR nas alíneas a) a f) do n.º 1 do artigo 9.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março. Acresce que, os FCR podem investir em organismos de investimento de capital de risco, com inclusão de organismos não constituídos em território nacional²⁰⁸. As operações que os FCR estão proibidos de praticar, também são idênticas às actividades vedadas para as SCR, aplicando-se o supra exposto no que a esta matéria diz respeito²⁰⁹. Contudo, é importante assinalar que, para os FCR está vedado o investimento de mais de 33 % dos seus activos num outro FCR (cfr. a primeira parte da alínea b) do n.º 2 do artigo 10.º do RJCR)²¹⁰.

1.3.2. Qualificação, forma jurídica e funcionamento

O capítulo IV da presente Lei trata, de forma extensa e em particular, o regime jurídico dos FCR, versando sobre a qualificação jurídica, o capital social, as unidades de participação (património dos FCR), as entidades gestoras, os regulamentos de gestão, as assembleias de participantes, entre outras matérias.

²⁰⁶ Cfr. o n.º 3 do artigo 42.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁰⁷ Cfr. o n.º 6 do artigo 42.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁰⁸ Cfr. o n.º 5 do artigo 9.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁰⁹ Aos FCR são aplicáveis os n.ºs 1 e 2 do artigo 10.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²¹⁰ Os FCR que reúnam as características previstas no n.º 14 do artigo 7.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, ficam dispensados de observar as proibições constantes das alíneas a) e b) do n.º 2 do artigo 10.º da Lei, conforme fixa o n.º 7 do mesmo artigo.

Relativamente à qualificação, o artigo 2.º do DL n.º 187/91 de 17 de Maio²¹¹ classificava os fundos de investimento de capital de risco como fundos fechados de investimento mobiliário. A este propósito, e à luz do regime pretérito, Luís Menezes Leitão redigiu que “a actuação prática” dos fundos tendia a aproximar-se das SCR, dado “o seu carácter fechado e a sua vocação específica para a área de capital de risco”²¹². Os diplomas que lhe sucederam (DL n.º 58/99, de 2 de Março, e DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro) não consagravam, explicitamente, a característica de fundos fechados. Contudo, António Soares, na sequência das “breves notas” ao DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, revela que os FCR assemelham-se a fundos de investimento fechados, encontrando a razão para este entendimento no facto de “possuírem um capital tendencialmente fixo”²¹³. O autor salienta, ainda, que os FCR não se qualificam de fundos de investimento colectivo em valores mobiliários²¹⁴. No DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, os FCR estavam expressamente qualificados como fundos fechados, o que não sucede na actual Lei, conforme supra elucidado.

De acordo com o artigo 15.º da Lei em análise, os FCR são patrimónios autónomos – pertencentes ao conjunto dos titulares das respectivas unidades de participação – que, embora não possuam personalidade jurídica, têm personalidade judiciária²¹⁵. Os FCR não respondem pelas dívidas dos seus participantes, nem de outros FCR, nem das entidades que assegurem as funções de gestão, depósito e comercialização. Apenas o património próprio do FCR é que responde pelas suas dívidas²¹⁶.

Nas suas denominações, estes fundos devem conter a expressão “Fundo de capital de risco” ou a abreviatura “FCR”. Outras entidades, que não os FCR, não podem integrar estas denominações²¹⁷.

O modo de funcionamento dos FCR segue o disposto no RJCR e as normas constantes nos respectivos regulamentos de gestão²¹⁸.

²¹¹ Recorde-se que este DL criou os fundos de investimento em capital de risco.

²¹² LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Estudos...*, p. 60.

²¹³ SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 237.

²¹⁴ SOARES, *Breves notas sobre...* p. 237.

²¹⁵ Cfr. o n.º 1 do artigo 15.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²¹⁶ Cfr. os n.ºs 2 e 3 do artigo 15.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²¹⁷ Cfr. os n.ºs 1 e 2 do artigo 16.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²¹⁸ Cfr. o n.º 3 do artigo 15.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

1.3.3. Capital e unidades de participação

O capital subscrito mínimo dos FCR é de €1.000.000,00, podendo ser aumentado ou reduzido²¹⁹⁻²²⁰. A subscrição de um FCR, como já se referiu, tem um valor mínimo de €50.000,00 por cada investidor, excepcionando-se os membros do órgão de administração da entidade gestora²²¹. Esta disposição veio consagrar o regime da subscrição faseada do FCR (*closing*). Segundo o n.º 1 do artigo 26.º da Lei, cada subscritor tem de realizar, obrigatoriamente, a sua entrada com dinheiro ou com alguma classe de activos identificadas nas alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 9.º. Neste último caso, as entradas estão sujeitas a relatório elaborado por auditor registado na CMVM, isento de quaisquer interesses relacionados com os subscritores em causa²²².

O património de um FCR é representado por partes, sem valor nominal, denominadas unidades de participação, as quais devem ser nominativas²²³. As unidades de participação podem apresentar-se em diferentes categorias, que não constituem compartimentos patrimoniais autónomos, consoante os seus direitos ou características especiais, podendo ser definidas segundo diversos critérios, tais como (i) comissões de gestão e depósito; (ii) condições de subscrição e realização; (iii) capitalização ou distribuição de rendimentos; (iv) grau de preferência no reembolso, pagamento de rendimentos e pagamento do produto da liquidação²²⁴⁻²²⁵. Adicionalmente, as categorias de uni-

²¹⁹ Cfr. os n.ºs 1 e 2 do artigo 21.º e artigos 39.º e 40.º, todos da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²²⁰ O aumento de capital ocorre por virtude de novas entradas ou por deliberação da assembleia de participantes, quando não esteja previsto no regulamento de gestão. A redução do capital do FCR opera-se para libertar excesso de capital, para cobertura de perdas ou para anular unidades de participação, em conformidade com o previsto no n.º 2 do artigo 30.º do RJCR. Quer os aumentos de capital, quer as reduções dependem da deliberação da assembleia de participantes, tomada por maioria simples dos votos emitidos (Cfr. Artigos O n.º 1 do artigo 39.º e o n.º 3 do artigo 40.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março). Ao abrigo do anterior DL do regime jurídico do capital de risco o quórum deliberativo para os aumentos ou reduções de capital era de 2/3 dos votos dos participantes.

²²¹ Cfr. o n.º 1 do artigo 21.º e o n.º 2 do artigo 22.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²²² Cumpre referir que a entidade gestora do FCR deve designar o auditor. Cfr. o n.º 2 do artigo 26.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²²³ Cfr. os n.ºs 1 e 4 do artigo 21.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²²⁴ No regime anterior, as unidades de participação podiam ser emitidas com direitos ou condições especiais, pelo mesmo fundo e se assim estiver previsto. Estas unidades constituíam

dades de participação devem ter em consideração o perfil de risco e a política de investimento do fundo de capital de risco²²⁶. A nova Lei permite a existência de “subfundos”, ou seja, admite a divisão do FCR em compartimentos patrimoniais autónomos, sendo que cada compartimento é representado por uma ou mais categorias de unidades de participação²²⁷. Não obstante, o compartimento patrimonial autónomo está sujeito às regras da autonomia patrimonial e o FCR, ainda que se divida em diversos compartimentos, está sujeito a um único regulamento de gestão²²⁸.

No que respeita ao valor atribuído à participação de cada subscritor, decorre do n.º 3 do artigo 26.º da Lei que esse valor não pode ser superior ao da respectiva contribuição para o fundo. Para o efeito, considera-se a contribuição em dinheiro ou o valor atribuído, pelo auditor, aos activos. António Soares esboça o seu entendimento acerca do disposto no n.º 3 do artigo 20.º do anterior DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro cuja redacção é idêntica à do actual n.º 3 do artigo 26.º do RJCR, pelo que as considerações proferidas pelo autor a este propósito, poderão ser aplicáveis. O autor considera que o n.º 3 do artigo 20.º do anterior DL consagra o “princípio de intangibilidade das contribuições para capital do fundo”²²⁹. No entender de António Soares, os FCR estavam sujeitos a este princípio com a finalidade de “garantir a realização efectiva” do capital mínimo subscrito e a de “assegurar que as contribuições de cada um dos participantes para o fundo” fossem “pelo menos, de valor igual ou superior ao valor da participação que lhes será, nesse momento, atribuída como contrapartida pela respectiva entrada”²³⁰.

Ainda de acordo com o mesmo autor, o n.º 4 do artigo 20.º do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro – que se assemelha ao actual n.º 4 do artigo 26.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março²³¹ – configurava um complemento a

uma categoria, ao passo que as unidades de participação que conferiam direitos e obrigações iguais aos seus titulares formavam outra categoria.

²²⁵ Cfr. os n.ºs 1, 2 e 6 do artigo 23.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²²⁶ Cfr. o n.º 1 do artigo 23.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²²⁷ Cfr. o n.º 1 do artigo 25.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²²⁸ Cfr. os n.ºs 2 e 4 do artigo 25.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²²⁹ SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 238.

²³⁰ SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 238.

²³¹ A redacção do n.º 4 do artigo 26.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, correspondente ao anterior n.º 4 do artigo 19.º do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, é mais alargada e foi

este princípio, dado que nos “casos de sobreavaliação dos bens objecto de contribuição para um fundo”, o subscritor era “obrigado a apurar a diferença realizada”²³². O n.º 4 do artigo 26.º da recente Lei prevê também que o subscritor seja responsável por prestar a referida diferença. Estipula, ainda, que caso não se realize a prestação do montante, o número de unidades de participação detidas pelo subscritor é sujeita a redução, por anulação, até que perfaça a diferença, cabendo tal tarefa à entidade gestora.

No momento em que os subscritores efectuem a sua primeira contribuição para efeitos de realização do seu capital, o FCR considera-se constituído²³³. O n.º 2 do artigo 27º da Lei prevê a possibilidade de diferimento da realização das entradas relativas a cada categoria de unidades de participação. O período de tempo em que podem ser diferidas será o constante no regulamento de gestão do FCR.

As unidades de participação acarretam a obrigação de realizar as entradas, uma vez que se transmitem com aquelas²³⁴.

Quanto à aquisição das unidades de participação pela entidade gestora que administra os FCR, só é permitida até ao limite de 50% das unidades emitidas por cada um dos ditos fundos²³⁵. Face ao regime anterior, em que a aquisição limitava-se em 30%, verifica-se que houve um aumento, que já advinha do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro e que a actual Lei manteve. No limite de 30% estabelecido anteriormente residia, segundo António Soares, dois interesses contraditórios: por um lado, o interesse de possibilitar que as “entidades gestoras de FCR” se tornassem ““sponsors” dos fundos por si geridos” e por outro, o de obstar que a entidade gestora pudesse “atingir um

redigida com outros termos. Vejamos: o n.º 4 do artigo 20.º do DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, dispunha o seguinte: “Verificada a existência de uma sobreavaliação do bem que um subscritor prestou ao FCR, fica o subscritor responsável por prestar ao FCR o montante da diferença apurada”. O n.º 4 do artigo 26.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, determina o seguinte: “Verificada a existência de uma sobreavaliação do activo entregue pelo subscritor ao FCR, fica o subscritor responsável pela prestação a este da diferença apurada, dentro do prazo a que se referem os n.ºs 1 e 2 do artigo 28.º, findo o qual, não tendo aquele montante sido prestado, a entidade gestora deve proceder à redução, por anulação, do número de unidades de participação detidas pelo subscritor em causa até perfazer aquela diferença”.

²³² SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 238.

²³³ Cfr. o n.º 1 do artigo 27.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²³⁴ Cfr. o n.º 4 do artigo 27.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²³⁵ Cfr. o artigo 29.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

nível de participação num fundo de capital de risco que lhe” permitisse, “de forma independente da vontade dos outros participantes, determinar alterações de aspectos essenciais da vida do fundo”²³⁶. Com o aumento de 30% para 50%, parece que o legislador reforçou o primeiro interesse, flexibilizando a aquisição de FCR e colocou em causa o segundo interesse, ao permitir que a entidade gestora detenha metade das unidades de participação. A intenção do segundo interesse parece desvanecer-se perante o primeiro.

Se às entidades gestoras é admissível a aquisição de unidades de participação dos fundos que administrem, o mesmo já não acontece com os FCR, os quais não podem adquirir unidades de participação por si emitidas, salvo se resultar da aquisição de um património a título universal ou se for o caso configurado no n.º 5 do artigo 28.º da Lei²³⁷. Contudo, ao abrigo do disposto no n.º 2 do artigo 30.º da Lei, as unidades de participação adquiridas na sequência destas exceções, devem ser alienadas no prazo máximo de um ano a contar da data de aquisição sob pena de anulação no final deste prazo, com a consequente redução do capital do FCR. A propósito desta proibição de aquisição, António Soares evoca, novamente, o princípio por ele designado. O autor considera que “esta proibição visa impedir a descapitalização dos fundos em benefício de algum ou alguns dos respectivos participantes”, encontrando aqui a manifestação do “princípio de intangibilidade das contribuições para capital do fundo”²³⁸.

1.3.4. Entidade gestora e regulamento de gestão

Os FCR são administrados, cada um, por uma entidade gestora, podendo a gestão ser exercida por SCR, por sociedades de desenvolvimento regional e por entidades que estão legalmente habilitadas a gerir fundos de investimento mobiliário fechados²³⁹. A entidade gestora é, então, “a legal representante do conjunto dos participantes nas matérias relativas à administração do FCR”²⁴⁰. Estas entidades são remuneradas pelos serviços de gestão prestados, o que

²³⁶ SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 240.

²³⁷ Cfr. o artigo 30.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²³⁸ SOARES, *Breves notas sobre...*, pp. 238 e 240.

²³⁹ Cfr. os n.ºs 1 e 2 do artigo 17.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁴⁰ APCRI, *Anuário...*, p. 13.

representa um custo para o FCR²⁴¹. A remuneração pode incluir uma comissão de gestão fixa ou variável, estando esta última dependente do desempenho do FCR²⁴². De notar que, no que concerne à remuneração da entidade gestora, o legislador não abdicou de regular em artigo próprio esta matéria. Assim, nos termos do artigo 33.º da Lei 18/2015, de 4 de Março a remuneração da entidade gestora passa a constar, obrigatoriamente, do regulamento de gestão, cuja informação, nas palavras do legislador, deverá reproduzir de forma clara, completa e transparente as condições de cálculo e de cobrança da remuneração²⁴³. Este normativo, sugere a pretensão de tornar o regime mais transparente, no que respeita aos encargos dos FCR.

Dispõe o n.º 4 do artigo 17.º da Lei que, no exercício das suas funções, a entidade gestora actua por conta dos participantes de modo independente e no interesse exclusivo destes, competindo-lhe praticar todos os actos e operações necessários à boa administração do FCR, em consonância com elevados níveis de diligência e de aptidão profissional²⁴⁴. Acresce-lhes, ainda, três deveres: o de actuar no sentido da protecção dos legítimos interesses dos titulares de unidades de participação de FCR por si geridos; o dever de se abster na intervenção de negócios que gerem conflitos de interesse com os referidos titulares e o de dispor de estrutura organiza e procedimentos internos adaptados à sua dimensão e complexidade das actividades que desenvolve²⁴⁵.

Compete à entidade gestora a elaboração do regulamento de gestão do FCR, do qual constam normas de natureza contratual que regem o seu fun-

²⁴¹ Para além da remuneração da entidade gestora, existem outros custos associados à gestão, que constituem encargos do FCR. São eles: a remuneração dos depositários; a remuneração do auditor; os custos com os investimentos e desinvestimentos nos activos, incluindo despesas associadas; os custos associados às aplicações de excessos de tesouraria, incluindo comissões e taxas de intermediação; custos relacionados com a documentação a ser disponibilizada aos titulares de unidades de participação e com a convocação de assembleias de participantes e, por fim, os custos com consultores legais e fiscais do FCR (cfr. o artigo 32.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março).

²⁴² Cfr. o artigo 33.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁴³ Cfr. o artigo 33.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁴⁴ Cfr. o n.º 4 do artigo 17.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, expõe nas alienas a) a k) alguns actos e operações que competem à entidade gestora.

²⁴⁵ Cfr. os n.ºs 1 a 3 do artigo 18.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março. No regime do DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro, apenas estavam previstos os dois primeiros deveres. Deste modo, a actual Lei introduziu mais um dever às entidades gestoras.

cionamento²⁴⁶⁻²⁴⁷. Existem alguns aspectos a mencionar no que toca ao regulamento de gestão de um FCR. O primeiro reporta-se às subscrições ou aquisições de unidades de participação do FCR as quais têm de ser submetidas ao regulamento de gestão²⁴⁸. O segundo prende-se com a possibilidade de serem fixados no regulamento de gestão os critérios, a frequência ou a calendarização de subscrições a efectuar durante o período de subscrição inicial das unidades de participação²⁴⁹. Por último, quando o regulamento de gestão do FCR não estipula expressamente os negócios celebrados entre o FCR e determinadas entidades, tais negócios carecem de aprovação da assembleia de participantes, mediante deliberação tomada por maioria dos votos²⁵⁰.

No que concerne à alteração do regulamento de gestão, compete exclusivamente à entidade gestora do FCR a apresentação de propostas de alteração²⁵¹. Por seu turno, compete à assembleia de participantes aprovar, por deliberação tomada por maioria dos votos emitidos, as alterações ao regulamento de gestão que não decorram de disposição legal imperativa²⁵². No sentido de flexibilizar as alterações, o diploma vigente introduziu algumas excepções a esta aprovação. Pelo que, não dependem de aprovação da assembleia de participantes, salvo se constar no regulamento de gestão, as matérias previstas nas alíneas a) a j) do n.º 3 do artigo 20.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁴⁶ Cfr. o n.º 1 do artigo 19.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁴⁷ O conteúdo mínimo exigido no regulamento de gestão está explanado nas alíneas a) a w) do n.º 3 do artigo 19.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁴⁸ Cfr. o n.º 2 do artigo 19.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁴⁹ O período de subscrição inicial não pode ser superior a 25% do período de duração do FCR – cfr. alínea k) do n.º 3 e n.º 4 do artigo 19.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁵⁰ As entidades em causa são: a entidade gestora; outros fundos geridos pela entidade gestora; as sociedades referidas na alínea c) do n.º 2 do artigo 10.º; os membros dos órgãos sociais da entidade gestora e das sociedades identificadas na alínea c) do n.º 2 do artigo 10.º; as entidades que sejam integradas por membros dos órgãos sociais da entidade gestora e das sociedades referidas na alínea c) do n.º 2 do artigo 10.º, quando não constem da carteira do FCR. Salienta-se que as entidades mencionadas não têm direito de voto nesta assembleia de participantes, salvo se forem as únicas titulares de unidades de participação do FCR. Cfr. Alíneas a) a e) do n.º 8 e n.º 9 do artigo 10.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março. Estes artigos também se aplicam aos negócios efectuados pelas SCR, com as devidas adaptações.

²⁵¹ Cfr. o n.º 1 do artigo 20.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁵² Cfr. o n.º 2 do artigo 20.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março. Contrariamente, no regime anterior previa-se a maioria de, pelo menos, 2/3 dos votos emitidos.

Cumpra ainda referir que, caso a alteração ao regulamento de gestão origine a modificação de direitos atribuídos a uma categoria de unidades de participação, a sua produção dependerá do consentimento dos titulares das respectivas unidades de participação, sendo que este deve ser prestado através de deliberação de assembleia especial desta categoria de participantes, aprovada por maioria de, pelo menos, 2/3 dos votos emitidos²⁵³.

1.3.5. Assembleias de participantes

Uma vez que os participantes estão representados pela entidade gestora, a sua intervenção “na vida dos FCR” confina-se, essencialmente, à reunião em assembleia para “deliberar sobre as propostas que lhe sejam para o efeito submetidas pela entidade gestora do fundo”²⁵⁴.

Quanto à secção que versa sobre as assembleias de participantes, a nova Lei mantém-se inalterada, exceptuando a assembleia anual de participantes que, agora, prevê, adicionalmente, que a mesma deve reunir para “proceder à apreciação geral da situação do fundo de capital de risco e da política de investimento prosseguida durante esse exercício”²⁵⁵.

No que tange à convocação e ao funcionamento da assembleia de participantes, o n.º 1 do artigo 35.º do RJCR remete para o que se encontra estipulado na lei para as assembleias de accionistas, salvaguardando-se o que de contrário estipula a nova Lei.

Apenas os titulares de unidades de participação que disponham de, pelo menos, um voto é que têm direito a estar presentes nas assembleias de participantes²⁵⁶. Contudo, podem fazer-se representar por terceiro, desde que dirijam, ao presidente da mesa, a respectiva carta de representação²⁵⁷⁻²⁵⁸. O n.º 6 do artigo 30.º do RJCR permite que os titulares de uma única categoria de unidades de participação se reúnam em assembleias especiais.

²⁵³ Cfr. o n.º 4 do artigo 20.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁵⁴ SOARES, *Breves notas sobre...*, p. 241.

²⁵⁵ Cfr. a alínea c) do artigo 36.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁵⁶ Cfr. o n.º 4 do artigo 35.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁵⁷ Cfr. o n.º 5 do artigo 30.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁵⁸ O DL n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, limitava a representação dos titulares de unidades de participação, ao cônjuge, descendente, ascendente, membro do órgão de administração da entidade gestora ou outro titular de unidades de participação.

Salvo disposição em contrário, estipulada no regulamento de gestão, cada unidade de participação corresponde a um voto²⁵⁹. Caso o titular possua mais do que um voto, não lhe é permitido fraccionar os votos nem com o intuito de votar em sentidos distintos sobre a mesma proposta, nem com o propósito de deixar de votar com todos os seus votos²⁶⁰.

Relativamente à tomada de deliberações, “a assembleia delibera qualquer que seja o número de titulares de unidades de participação presentes ou representados e o capital que representem”²⁶¹. Regra geral, as deliberações são tomadas por maioria dos votos emitidos, excepto nos casos em que, por imposição legal ou do próprio regulamento de gestão do FCR, a maioria seja agravada²⁶². Os titulares de unidades de participação que não estiveram presentes, assim como os que se abstiveram ou votaram vencido, ficam vinculados às deliberações das assembleias de participantes²⁶³.

O regime da invalidade das deliberações das assembleias de participantes segue, em tudo o que não seja diverso com a sua natureza, o disposto sobre as invalidades de deliberações de sócios de sociedades comerciais, nomeadamente, o que consta nos artigos 56.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais. O n.º 1 do artigo 37.º do RJCR versa que “as acções de declaração de nulidade ou anulabilidade de deliberações das assembleias de participantes são propostas contra o fundo de capital de risco”.

Após esta análise ao regime jurídico dos FCR verificamos que é mais extenso em comparação com o das SCR e dos ICR. No entanto, se os regimes de uns e de outros por vezes se cruzam, por outras se afastam. Exemplo flagrante destas semelhanças e dissemelhanças é o caso das operações permitidas e proibidas. Outro exemplo, é o do registo que, como observaremos, em alguns pontos é idêntico para as três entidades, noutras denotam-se as diferenças. Tanto os FCR como as SCR e os ICR estão sob a alçada da CMVM, no que diz respeito ao registo, à supervisão e regulamentação.

²⁵⁹ Cfr. o n.º 8 do artigo 30.º da Lei n.º 18/2015, de 8 de Março.

²⁶⁰ Cfr. o n.º 9 do artigo 30.º da Lei n.º 18/2015, de 8 de Março.

²⁶¹ Cfr. o n.º 10 do artigo 30.º da Lei n.º 18/2015, de 8 de Março. As matérias sobre as quais as assembleias de participantes podem deliberar, são as que, nos termos da actual Lei, cabem na sua competência.

²⁶² Cfr. o n.º 11 do artigo 30.º da Lei n.º 18/2015, de 8 de Março.

²⁶³ Cfr. o n.º 13 do artigo 30.º da Lei n.º 18/2015, de 8 de Março.

1.4. Registo, supervisão e regulamentação

Como já pudemos constatar, a intervenção e o papel desempenhado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários junto das entidades habilitadas a exercer a actividade de capital de risco é preponderante. De facto, é a ela que compete a supervisão e regulamentação das SCR, ICR e FCR assim como lhe cabe deferir o registo destas mesmas entidades.

Quanto ao registo, a constituição de FCR e o início de actividade das SCR e dos ICR estão sujeitos a registo prévio simplificado na CMVM^{264,265}. Enquanto único acto administrativo para estes procedimentos, o registo prévio simplificado serve os objectivos de simplificação e desburocratização do processo, que já o anterior DL 375/2007, de 8 de Novembro, visava.

O pedido de registo das SCR e dos ICR deve ser acompanhado dos elementos enunciados no n.º 3 do artigo 7.º do presente diploma legal²⁶⁶.

De acordo com o n.º 14 do mesmo artigo estão sujeitos a mera comunicação prévia à CMVM a constituição de FCR e o início de actividade de ICR, “cujo capital não seja colocado junto do público e cujos detentores do capital sejam apenas investidores qualificados ou, independentemente da sua natureza, quando o valor mínimo do capital por estes subscrito seja igual ou superior a €500.000,00 por cada investidor individualmente considerado”²⁶⁷.

A CMVM é a autoridade competente para “registar as sociedade de capital de risco e as sociedades de empreendedorismo social que pretendam utilizar a designação Eu VECA ou EuSEF”, de acordo o preceituado no n.º 1 do artigo 66.º do RJCR.

²⁶⁴ Cfr. o n.º 1 do artigo 7.º da Lei n.º 18/2015, de 8 de Março.

²⁶⁵ Este registo não implica, por parte da CMVM, qualquer garantia relativamente ao conteúdo e à informação constante dos documentos constitutivos. Cfr. o n.º 27 da Lei n.º 18/2015, de 8 de Março.

²⁶⁶ Por imposição do anterior artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2008, cada titular de participação qualificada e o titular de órgão social da SCR, assim como o sócio único do ICR, deviam incluir nos respectivos pedidos de registo a identificação, o registo criminal, o *curriculum vitae*, um questionário e uma declaração preenchidos pelo próprio, conforme formulário que seria aprovado pela CMVM. O referido Regulamento da CMVM n.º 1/2008 foi revogado, sendo que a actual Lei n.º 18/2015, de 8 de Março, veio incluir estes documentos nos elementos a ser instruídos com o pedido de registo dos IRC e SRC, os quais estão previstos no n.º 3 do artigo 7.º da mencionada Lei.

²⁶⁷ Cfr. o n.º 14 do artigo 7.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

Um último apontamento sobre o registo, prende-se com a sua publicidade. O n.º 13 do artigo 7.º dispõe que o registo dos ICR não é público. Pelo contrário, os registos dos FCR e dos SCR são públicos, facto que, aliás, vinha expressamente consagrado no diploma anterior ao DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro. A publicidade do registo consiste, segundo Seabra Lopes, na “possibilidade de acesso a informação fidedigna sobre os factos registados”. O registo público permite que qualquer pessoa conheça a “situação jurídica em que está interessada, situação essa que decorre dos factos do objecto de registo”²⁶⁸. Ora, tendo em conta estes aspectos, e em concordância com a Federação Nacional de Associações de *Business Angels* (FNABA), a legislação deveria contemplar a possibilidade de tornar público o registo dos ICR que o assim requeressem, preservando o anonimato dos demais²⁶⁹. Deste modo, os ICR que pretendessem que o seu registo fosse público poderiam beneficiar dos seus efeitos, assim como seria uma forma de conceder maior visibilidade à actividade destes *business angels*.

À CMVM cabe, também, a recusa e o cancelamento do registo nos casos previsto no n.º 7 e nas alíneas a) a e) do n.º 9 do artigo 7.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

Relativamente aos FCR, a CMVM tem a faculdade de determinar a dissolução de um FCR, conforme referimos supra.

No que toca às competências de supervisão e regulamentação pela CMVM, estas vêm consolidadas no artigo 67.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março. Assim, cabe à CMVM supervisionar o disposto neste diploma legal e regulamentar, designadamente, sobre as seguintes matérias²⁷⁰:

- a) “Avaliação dos activos e passivos;
- b) Organização da contabilidade;

²⁶⁸ LOPES, Joaquim de Seabra, *Publicidade e protecção da privacidade nos registos públicos: um equilíbrio delicado*, in Estudos em homenagem ao Professor Doutor Jorge Ribeiro de Faria, Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Coimbra, Coimbra Editora, 2003, p. 332. [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <URL:http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/24323/2/2784.pdf>.

²⁶⁹ FNABA, *Comentários à proposta de alteração do regime das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco, no âmbito da Consulta Pública da CMVM, n.º 11/2006*, Lisboa, 4 de Dezembro de 2006, p.5. [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <http://www.fnaba.org/doc/n27_FNABA_resposta_conpublica.pdf>.

²⁷⁰ Cfr. o n.º 2 do artigo 67.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

- c) Deveres de prestação de informação;
- d) Processo de registo;
- e) Exigências de idoneidade dos membros de órgãos sociais e de titulares de participações qualificadas;
- f) Comercialização de fundos de empreendedorismo social e de organismos de investimento alternativo especializado;
- g) Regras aplicáveis às sociedades de empreendedorismo social e aos fundos de empreendedorismo social;
- h) Regras aplicáveis às sociedades de investimento alternativo especializado e aos fundos de investimento alternativo especializado
- i) Vicissitudes dos organismos de investimento e dos subfundos, incluindo fusão, cisão e liquidação”.

Neste acto de regulamentação, a CMVM deve atentar à natureza, à dimensão e à complexidade das actividades exercidas²⁷¹. Os regulamentos da CMVM actualmente em vigor, na temática do capital de risco, são:

- a) O Regulamento da CMVM n.º 3/2015 (Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Alternativo Especializado)²⁷²;
- b) O Regulamento da CMVM n.º 12/2005 (Contabilidade das Sociedades e Fundos de Capital de Risco)²⁷³;
- c) O Regulamento da CMVM n.º 13/2000 (Entrega de elementos)²⁷⁴; e
- d) O Regulamento n.º 7/2003 (Taxas)²⁷⁵.

Compete à CMVM “supervisão prudencial das entidades gestoras de país terceiro que gerem organismos de investimento em capital de risco, organismos de investimento em empreendedorismo social ou organismos de

²⁷¹ Cfr. o n.º 2 do artigo 67.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁷² Este regulamento revogou o Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

²⁷³ Publicado em Diário da República – II Série – 09/12/2005.

²⁷⁴ Publicado em Diário da República – II Série – 23/02/2000.

²⁷⁵ Publicado em Diário da República – II Série – 30/08/2003 e com alterações introduzidas pelos Regulamentos da CMVM n.º 17/2003, n.º 2/2004, n.º 6/2004, n.º 3/2005, n.º 2/2008 e n.º 4/2016.

investimento alternativo especializado autorizadas em Portugal”, de acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 69.º da Lei 18/2015, de 4 de Março.

A actual Lei cria um regime sancionatório para a violação das normas e dos deveres constantes do RJCR, sendo a CMVM a entidade competente para “o processamento das contra-ordenações, aplicação das coimas e sanções acessórias e de medida de natureza cautelar”²⁷⁶. Salienta-se que, as contra-ordenações graves são sancionadas com coimas que vão desde os €12.500,00 e €2.500.000,00²⁷⁷. As contra-ordenações muito graves atingem limiares mais elevados, puníveis com coimas que variam entre € 25.000,00 e €5.000.000,00²⁷⁸.

Analisado o regime legal do capital de risco, iremos agora observar o tratamento fiscal das entidades habilitadas a exercer a actividade de capital de risco no nosso ordenamento jurídico.

2. Aspectos fiscais: benefícios e isenções

2.1. Sociedades de Capital de Risco

As SCR que se constituíram até 31 de Dezembro de 1990 beneficiaram de isenção em sede de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRC), quer no ano da sua constituição quer nos quatro anos posteriores²⁷⁹. Com este benefício fiscal pretendeu-se incentivar a constituição de SCR em Portugal²⁸⁰.

Como é consabido, a legislação fiscal está em constante mudança.

Actualmente, as SCR estão sujeitas ao regime geral do IRC, pelo que são tributadas à taxa normal de 21%²⁸¹. No entanto, estas sociedades gozam

²⁷⁶ Cfr. o artigo 76.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁷⁷ Cfr. o n.º 2 do artigo 75.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁷⁸ Cfr. o n.º 1 do artigo 75.º da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março.

²⁷⁹ Exceptuavam-se os juros de depósito a prazo.

²⁸⁰ Sobre o benefício fiscal concedido até 31 de Dezembro de 1990, cfr. LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Estudos...*, p. 50 e GOMES, Nuno Sá, *Teoria dos Benefícios Fiscais*, Lisboa, C.E.F., 1991.

²⁸¹ Cfr. artigo 87.º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (CIRC), na redacção da Lei n.º 2/2014, de 16 de Janeiro. Na redacção anterior, a taxa ascendia a 25%.

de um regime favorável concedido pelo Estatutos dos Benefícios Fiscais (EBF)²⁸².

No que toca à determinação do lucro tributável²⁸³, é possível deduzir os rendimentos incluídos na base tributável e correspondentes a lucros distribuídos, desde que²⁸⁴:

- “a) O sujeito passivo detenha direta ou direta e indiretamente, nos termos do n.º 6 do artigo 69.º, uma participação não inferior a 10 % do capital social ou dos direitos de voto da entidade que distribui os lucros ou reservas²⁸⁵;
- b) A participação referida no número anterior tenha sido detida, de modo ininterrupto, durante o ano anterior à distribuição ou, se detida há menos tempo, seja mantida durante o tempo necessário para completar aquele período²⁸⁶;
- c) O sujeito passivo não seja abrangido pelo regime da transparência fiscal previsto no artigo 6.º;
- d) A entidade que distribui os lucros ou reservas esteja sujeita e não isenta de IRC, do imposto referido no artigo 7.º, de um imposto referido no artigo 2.º da Diretiva n.º 2011/96/UE, do Conselho, de 30 de

²⁸² Decreto-Lei n.º 215/89 de 1 de Julho, com a última actualização pela Lei n.º 42/20016, de 28 de Dezembro.

²⁸³ Conforme refere Glória Teixeira, “o lucro tributável deverá ser determinado com base na contabilidade, mas ajustado pelo CIRC em função, nomeadamente, dos seguintes critérios:

- a) conformidade com o princípio da especialização dos exercícios;
- b) definição de rendimentos e gastos;
- c) não dedutibilidade ou apenas dedutibilidade parcial de determinados gastos;
- d) regime de depreciações e amortizações; e

e) regime de imparidades e provisões previsto no CIRC.” Cfr. TEIXEIRA, Glória, *Manual de Direito Fiscal*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 2015, pp. 93-94. A determinação do lucro tributável encontra-se explanada no artigo 17º do CIRC.

²⁸⁴ Cfr. com o artigo 51º, n.º 1 do CIRC (com a redacção da Lei n.º 2/2014, de 16 de Janeiro, que republicou o CIRC), cujo regime visa a eliminação da dupla tributação económica de lucros distribuídos.

²⁸⁵ Redacção da Lei n.º 7-A/2016, de 30 de Março. As alterações introduzidas por esta Lei aplicam-se às participações detidas à data da sua entrada em vigor. O novo período de detenção é contado desde a data da aquisição da percentagem de 10 % do capital social ou dos direitos de voto.

²⁸⁶ Redacção da Lei n.º 7-A/2016, de 30 de Março.

Novembro, ou de um imposto de natureza idêntica ou similar ao IRC e a taxa legal aplicável à entidade não seja inferior a 60% da taxa do IRC prevista no n.º 1 do artigo 87.º;

- e) A entidade que distribui os lucros ou reservas não tenha residência ou domicílio em país, território ou região sujeito a um regime fiscal claramente mais favorável constante de lista aprovada por portaria do membro do Governo responsável pela área das finanças”.

Estes são os requisitos exigidos pelo actual n.º 1 do artigo 51.º do CIRC²⁸⁷.

A Lei n.º 55-A/2010 de 31 de Dezembro (Lei do Orçamento de Estado (OE) para 2011) revogou o n.º 1 do artigo 32.º do EBF, o qual previa a possibilidade para efeitos de determinação do lucro tributável embora sem dependência dos requisitos relativos à percentagem ou ao valor de aquisição não inferior a €20.000,00²⁸⁸. Ou seja, a eliminação da dupla tributação económica no âmbito das SCR estava sujeita ao requisito relativo à participação mínima de 10% no capital social da sociedade que distribui os lucros, o que não acontecia antes da revogação do n.º 1 do artigo 32º do EBF.

O artigo 32.º do EBF foi revogado, na sua totalidade, pela Lei n.º 83-C/2013, de 31 de Dezembro²⁸⁹. No entanto, o regime dos benefícios fiscais previstos

²⁸⁷ Na redacção anterior do artigo 51.º, n.º 5, dada pela Lei n.º 55-A/2010 de 31 de Dezembro (Lei do Orçamento de Estado (OE) para 2011), os requisitos eram: “a) A sociedade que distribui os lucros tenha sede ou direcção efectiva em território português ou seja residente noutro Estado Membro (EM) da União Europeia (UE); b) Esteja sujeita e não isenta de IRC ou esteja sujeita ao imposto referido no artigo 7º do CIRC; c) A entidade beneficiária não seja abrangida pelo regime da transparência fiscal previsto no artigo 6º; d) A entidade beneficiária detenha directamente uma participação no capital da sociedade que distribui os lucros não inferior a 10% e e) Esta tenha permanecido na sua titularidade, de modo ininterrupto, durante o ano anterior à data da colocação à disposição dos lucros ou, f) Se detida há menos tempo, desde que a participação seja mantida durante o tempo necessário para completar aquele período”.

²⁸⁸ A alínea c) do n.º 1 do artigo 51º do CIRC, na redacção anterior à Lei do OE para 2011, dispunha como requisito que a entidade beneficiária detivesse directamente uma participação no capital da sociedade que distribuísse os lucros não inferior a 10% ou com um custo de aquisição não inferior a € 20.000.000 e esta tivesse permanecido na sua titularidade, de modo ininterrupto, durante o ano anterior à data da colocação à disposição dos lucros ou, se detivesse há menos tempo, desde que a participação seja mantida durante o tempo necessário para completar aquele período.

²⁸⁹ Os n.ºs 2 e 3 do revogado artigo 32.º do EBF consagrava que as mais-valias e menos-valias, realizadas pelas SCR, referentes a partes de capital de que fossem titulares assim como os

para as SCR e ICR encontram-se, agora, contemplado no artigo 32.º-A do EBF, tendo este artigo sido aditado pela Lei n.º 64-B/2011, de 30 de Dezembro.

O n.º 3 do artigo 32.º-A do EBF concede às SCR a possibilidade de deduzirem à colecta²⁹⁰ e até à sua concorrência, o valor do investimento em sociedades com potencial de crescimento e valorização, mas com o limite da soma das colectas de IRC dos cinco exercícios anteriores àquele em que o investimento foi realizado. Esta dedução tem de ser feita segundo o disposto no n.º 4 do artigo 32.º-A do EBF²⁹¹.

Em matéria de Imposto de Selo (IS), as SCR seguem o regime geral. No entanto, gozam de isenções quer na obtenção de financiamento quer na sua concessão. No primeiro caso, não estão sujeitos a IS os juros e comissões cobrados, as garantias prestadas e a utilização de crédito concedido por instituições de crédito, sociedades e instituições financeiras, de acordo com a alínea e) do n.º 1 do artigo 7.º do Código do Imposto de Selo (CIS). No segundo caso, a alínea g) do n.º 1 do mesmo artigo aplica isenções relativas ao financiamento concedido pelas SCR, pelo que estão isentas de IS as operações financeiras (incluindo juros) inferiores a um ano, desde que se destinem a cobrir a carência de tesouraria e desde que sejam efectuadas por SCR a favor das sociedades que detenham participações²⁹².

encargos financeiros suportados com a sua aquisição, não concorriam para a formação do seu lucro tributável, desde que as participações sociais sejam detidas por período não inferior a um ano. O requisito temporal da detenção das participações sociais poderia para o período mínimo de três anos, mediante os requisitos previstos no mencionado artigo.

²⁹⁰ Nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 90º do CIRC.

²⁹¹ A liquidação é feita nos termos da alínea b) do n.º 2 do artigo 90º do CIRC, na liquidação do IRC respeitante ao exercício em que foram realizados os investimentos ou, quando o não possa ser integralmente, a importância ainda não deduzida poderá sê-lo, nas mesmas condições, na liquidação dos cinco exercícios seguintes.

²⁹² Esta isenção não se aplica quando qualquer dos intervenientes não tenha sede ou direcção efectiva no território nacional, exceptuando as situações em que o credor tenha sede ou direcção efectiva noutro Estado membro da União Europeia ou num Estado em relação ao qual vigore uma convenção, para evitar a dupla tributação sobre o rendimento e o capital, acordada com Portugal. Neste caso subsiste o direito à isenção, salvo se o credor tiver previamente realizado os financiamentos previstos na alínea g) do n.º 1 do artigo 7º através de operações realizadas com instituições de crédito ou sociedades financeiras sediadas no estrangeiro ou com filiais ou sucursais no estrangeiro de instituições de crédito ou sociedades financeiras sediadas no território nacional. Cfr. o n.º 2 do artigo 7º do Código do Imposto de Selo.

A constituição e aumento do capital social das SCR estavam isentos de IS, ao abrigo da alínea r) do n.º 1 do artigo 7.º do CIS, a qual foi revogada pela Lei n.º 3-B/2010, de 28 de Abril, pelo que esta isenção não mais se aplica.

2.2. Investidores em Capital de Risco

No que concerne aos Investidores em Capital de Risco e respectivos sócios, estes seguem o regime geral do CIRC e do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (CIRS), respectivamente. Os benefícios fiscais que usufruem relativos à determinação do lucro tributável e aos encargos financeiros são os mesmos referidos no ponto anterior.

Acresce-lhes o benefício fiscal concedido pelo n.º 5 do artigo 32.º-A do EBF. Nos termos deste artigo, os sócios das sociedades por quotas unipessoais ICR beneficiam da dedução à colecta de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS) do próprio ano, num montante correspondente a 20% do valor investido por si ou pela sociedade por quotas unipessoais ICR de que sejam sócios²⁹³, até ao limite de 15% da colecta²⁹⁴.

Após vários anos de reivindicação, este benefício fiscal foi finalmente concedido pelo Orçamento de Estado para 2010, que visou incrementar os investimentos em *seed capital* e que veio reflectir a crescente importância do desempenho dos *business angels*²⁹⁵. No entanto, a Lei do OE para 2011 limitou o benefício fiscal até então conquistado, fixando em 100€ o limite da referida dedução e que corresponde ao actual limite²⁹⁶. A limitação decorreu não de

²⁹³ O n.º 7 do artigo 32.º-A do EBF indica que o valor investido deve ser entendido como «a entrada de capitais em dinheiro destinados à subscrição ou aquisição de quotas ou acções ou à realização de prestações acessórias ou suplementares de capital em sociedades que usem efectivamente essas entradas de capital na realização de investimentos com potencial de crescimento e valorização».

²⁹⁴ Para além dos sócios das sociedades por quotas unipessoais ICR, também os investidores informais das sociedades veículo de investimento em empresas com potencial de crescimento, certificadas no âmbito do Programa COMPETE, e os investidores informais em capital de risco a título individual certificados pelo IAPMEI, no âmbito do programa FINICIA, podem deduzir à colecta, nos termos do n.º 5 do artigo 32.º-A do EBF.

²⁹⁵ Cfr. MACHADO, Alexandra, “*Business angels*” não ter benefícios fiscais”, *Jornal de Negócios*, 26.Jan.2010. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=406639>.

²⁹⁶ Cfr. n.º 2 do artigo 88º do CIRS.

uma alteração ao anterior artigo 32.º do EBF, mas da alteração efectuada ao artigo 88.º do CIRS²⁹⁷. Nas palavras de João Trigo da Roza, “mais vale dizer que [o valor limite] não existe”²⁹⁸. Francisco Banha também contesta o valor limite, considerando-o “um valor “ridículo””²⁹⁹. Em jeito de indignação, ambos aludem ao enquadramento fiscal no Reino Unido, onde a dedução de 20% do valor investido aumentou para 30% e o limite duplicou para 1,14 milhões de euros³⁰⁰, situação claramente inversa à que ocorre em Portugal³⁰¹.

²⁹⁷ A Lei n.º 55-A/2010, de 31 de Dezembro, procedeu à alteração do artigo 88º do CIRS, com a actual redacção da Lei n.º 66-B/2012, de 31 de Dezembro, o qual aqui transpomos:

Artigo 88º

Benefícios fiscais

“1 – São dedutíveis à colecta os benefícios fiscais previstos no Estatuto dos Benefícios Fiscais e demais legislação complementar. (Redacção da Lei n.º 55-A/2010, de 31 de Dezembro)

2 – A soma dos benefícios fiscais dedutíveis à colecta nos termos do número anterior não pode exceder os limites constantes da seguinte tabela:”

(Em euros)

Rendimento coletável	Limite
Até 7 000	Sem limite
De mais de 7 000 até 20 000.....	100
De mais de 20 000 até 40 000.....	80
De mais de 40 000 até 80 000.....	60
Superior a 80 000	0

²⁹⁸ MACHADO, Alexandra, “*Business angels*” *querem reposição de regime de benefícios fiscais de 2010*, *Jornal de Negócios*, (16.Maio.2011). [consult. Junho 2011] Disponível em WWW:<URL:http://www.apba.pt/images/home/destaques/fiscais.pdf>.

²⁹⁹ BANHA, Francisco, *Capital de risco, empreendedorismo, qualificação e inovação no mundo global*, *Revista Ingenium*, n.º 121 – Janeiro/Fevereiro de 2011, p. 34 e 35. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.fnaba.org/clipping/ING121_Francisco_Banha.pdf> e BANHA, Francisco, *Entrevista à jornalista do Diário Económico, Raquel Carvalho, sobre a indústria de Capital de Risco no nosso País*, (23.05.2011). [consult Junho 2011] Disponível em: WWW: <URL:http://fbanha.blogs.sapo.pt/850508.html>.

³⁰⁰ FEDERAÇÃO NACIONAL DE ASSOCIAÇÕES DE BUSINESS ANGELS, *Reino Unido anuncia aumento dos incentivos fiscais aos Business Angels*. [consult. Junho 2011] Disponível em: WWW< URL:http://www.fnaba.org/press_release/Incentivos%20Fiscais%20aos%20BA%20aumentam%20no%20Reino%20Unido.pdf> e BANHA, Francisco, *Entrevista à jornalista do Diário Económico...*

³⁰¹ Recentemente, em notícia avançada pelo *Jornal de Negócios*, “o Governo admite reavaliar os benefícios fiscais aos “business angels” que foram revistos no último orçamento do Estado e que foi criticado por estes investidores individuais” – cfr. MACHADO, Alexandra,

De acordo com o n.º 6 do artigo 32.º-A do EBF, a dedução à colecta não se aplicará aos “investimentos em sociedades cotadas em bolsa de valores e em sociedades cujo capital seja controlado maioritariamente por outras sociedades, exceptuando os investimentos efectuados em SCR e em fundos de capital de risco” e aos “investimentos em sociedades sujeitas a regulação pelo Banco de Portugal ou pelo Instituto dos Seguros de Portugal”.

De todo o exposto, verifica-se que o artigo 32.º-A do EBF contempla benefícios, quer para os ICR, quer para as SCR. No caso dos FCR, o artigo a aplicar em sede de benefícios fiscais não é o mesmo, como verificaremos de seguida.

2.3. Fundos de Capital de Risco

Conforme supra referido, os FCR não possuem personalidade jurídica, mas estão dotados de personalidade judiciária. Em matéria fiscal, os FCR possuem capacidade tributária, nos termos do artigo 16.º da Lei Geral Tributária (LGT), sendo os direitos e os deveres fiscais exercidos por quem os representa, *in casu*, as sociedades gestoras.

Os FCR gozam dos benefícios previstos no artigo 23.º do EBF, tendo-se optado, nesta matéria, pelo regime de tributação à saída. De acordo com o n.º 1 deste artigo, os rendimentos obtidos pelos FCR estão isentos de IRC, desde que se constituam e operem conforme a legislação portuguesa.

Os investidores em FCR residentes em Portugal estão sujeitos a tributação, sendo esta similar quer para as pessoas singulares quer para as pessoas colectivas.

Relativamente às pessoas singulares, os rendimentos respeitantes a unidades de participação nos FCR que lhes forem pagos ou colocados à sua disposição, mediante distribuição ou operação de resgate, são tributados em sede de IRS por retenção na fonte à taxa liberatória de 10%³⁰². Esta retenção na fonte tem carácter definitivo³⁰³, pese embora os beneficiários possam optar

Capital de risco público vai ser concentrado numa única entidade, Jornal de Negócios, 28. Jun. 2011. [consult. Junho 2011]. No entanto, o limite-se mantém-se, actualmente, inalterado. Disponível em: WWW:<URL:http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=493005>.

³⁰² Cfr. o n.º 2 do artigo 23.º do EBF.

³⁰³ O carácter definitivo verifica-se sempre que os titulares sejam entidades não residentes sem estabelecimento estável em território português ou sujeitos passivos de IRS residentes que obtenham os rendimentos fora do âmbito de uma actividade comercial, industrial ou agrícola

pelo englobamento dos rendimentos, ficando sujeitos às taxas progressivas de IRS³⁰⁴. Neste caso, a retenção na fonte terá a natureza de imposto por conta do IRS devido a final. Acresce que, quando optam pelo englobamento, o n.º 6 do artigo 23.º do EBF concede aos respectivos titulares o direito a deduzirem 50% dos rendimentos relativos a dividendos, nos termos e condições constantes do artigo 40.º-A do CIRS. Também é tributado, a uma taxa de 10%, o saldo positivo entre as mais-valias e as menos-valias provenientes da alienação dos rendimentos de unidades de participação em FCR, desde que os titulares sejam sujeitos passivos de IRS residente em território nacional que obtenham os rendimentos fora do âmbito de uma actividade comercial, industrial ou agrícola e desde que não optem pelo englobamento³⁰⁵. Quando o sujeito passivo opta pelo englobamento, a mais-valia tributa-se de acordo com as taxas progressivas gerais de IRS.

Quanto às pessoas colectivas residentes em Portugal, os rendimentos relativos a unidades de participação dos FCR, quando pagos ou colocados à disposição destes sujeitos (quer seja por distribuição quer por resgate), são tributados por retenção na fonte de IRC à taxa de 10%, com natureza de pagamento por conta do IRC devido a final, exceptuando quando os titulares dos rendimentos sejam entidades isentas relativamente aos rendimentos de capitais³⁰⁶.

Tal como preceituado para as pessoas singulares, o n.º 6 do artigo 23.º do EBF estipula o direito das pessoas colectivas residentes em território português deduzirem 50% dos rendimentos relativos a dividendos, remetendo para os termos e condições previstos no n.º 8 do artigo 46.º do Código do IRC que, actualmente, corresponde ao n.º 8 do artigo 51.º. Sucede que o n.º 8 do artigo 51.º do CIRC foi revogado pela Lei n.º 55-A/2010, de 31 de Dezembro. Este artigo contemplava um regime de eliminação parcial da dupla tributação económica, permitindo a dedução de 50% dos lucros distribuídos nos casos em

(cfr. n.º 3 do artigo 23º do EBF). Nos restantes casos, a “retenção na fonte terá a natureza de imposto por conta do IRS devido a final, às taxas progressivas gerais aplicáveis”, que variam entre 11,5% e 46,5% (cfr. APCRI, *Anuário...*, p. 19).

³⁰⁴ Cfr. o artigo 68.º do CIRS.

³⁰⁵ Cfr. o n.º 7 do artigo 23.º do EBF.

³⁰⁶ Assim, estão dispensados de retenção na fonte os titulares dos rendimentos que sejam entidades isentas relativamente aos rendimentos de capitais. No entanto, a referida dispensa só tem lugar se o beneficiário fizer prova da isenção de que aproveita (cfr. n.º 4 do artigo 23º EBF).

que os requisitos gerais para a aplicação da dedução integral (100%) não se verificavam³⁰⁷. Coloca-se em questão se, actualmente, as pessoas colectivas beneficiam ou não da dedução de 50% dos rendimentos relativos a dividendos, tal como se prevê no n.º 6 do artigo 23.º do EBF. Uma vez que a referida dedução é concedida apenas nos termos e condições previstos no n.º 8 do artigo 51.º do CIRC e dado que este mesmo preceito se encontra agora revogado, consideramos que as pessoas colectivas já não podem deduzir 50% dos rendimentos relativos a dividendos. A base legal para a referida dedução deixou de existir devido à revogação do n.º 8 do artigo 51.º do CIRC.

Os rendimentos relativos a unidades de participação nos FCR, pagos ou colocados à disposição dos respectivos titulares, quer seja por distribuição ou mediante operação de resgate, são sujeitos a retenção na fonte de IRS ou de IRC, à taxa de 10%³⁰⁸. Exceptuam-se os rendimentos relativos a unidades de participação nos FCR obtidos por investidores não residentes sem estabelecimento estável em Portugal (ao qual os rendimentos sejam imputáveis), quer se trate de pessoa singular quer colectiva, estão isentos de tributação³⁰⁹. Contudo, as alíneas a) e b) do n.º 2 do artigo 23.º do EBF contemplam duas exclusões: “as entidades que sejam residentes em países, territórios ou regiões, sujeitos a um regime fiscal claramente mais favorável, constantes de lista aprovada por portaria do Ministro das Finanças” e “as entidades não residentes detidas, directa ou indirectamente, em mais de 25%, por entidades residentes”. Verificadas estas excepções, os rendimentos obtidos por investidores não residentes em Portugal quer sejam pessoas singulares, quer colectivas, estão sujeitos a retenção na fonte à taxa liberatória de 10%. No entanto, poderão ser dispensados da retenção na fonte se fizerem prova, perante a entidade pagadora, da qualidade de não residente em território nacional, até à data em que deve ser efectuada a retenção na fonte. A prova é essencial pois, caso seja omissa, o substituto tributário fica obrigado a entregar a totalidade do imposto que deveria ter sido deduzido nos termos da lei, sendo aplicáveis as normas gerais, previstas nos competentes códigos, relativas à responsabilidade pelo eventual imposto em falta³¹⁰. Acresce que, a prova da qualidade de

³⁰⁷ Os requisitos para a dedução integral encontram-se previstos no n.º 1 do artigo 51.º do CIRC.

³⁰⁸ Cfr. o n.º 2 do artigo 23.º do EBF.

³⁰⁹ Cfr. o n.º 2 do artigo 23.º do EBF.

³¹⁰ O n.º 4 do artigo 23.º do EBF.

não residente em território português deve ser feita de acordo com os artigos 15.º, 16.º e 18.º do DL n.º 193/2005, de 7 de Novembro³¹¹.

Também as mais-valias obtidas pelos investidores não residentes sujeitam-se a tributação à taxa final de 10%. Caso estes investidores sejam residentes em país que tenha celebrado uma Convenção de Dupla Tributação com Portugal, não estarão, regra geral, sujeitos a tributação tanto no que toca aos rendimentos distribuídos pelo fundo como no que tange às mais-valias obtidas em virtude da alienação das unidades de participação³¹².

Cumprе salientar que, nos termos do n.º 8 do artigo 23.º do EBF, as entidades gestoras de FCR devem observar as obrigações previstas no artigo 119.º e no n.º 1 do artigo 125.º do CIRS. Realça-se, também, que de acordo com o n.º 9 do artigo 23.º do EBF, as sociedades gestoras dos FCR são solidariamente responsáveis pelas dívidas de imposto dos fundos que gerem.

Em sede de Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA), à gestão ou administração de fundos de investimento é concedida isenção nas operações internas, segundo a alínea g) do n.º 27 do artigo 9.º do Código de Imposto sobre o Valor Acrescentado (CIVA).

Por fim, no que diz respeito ao Imposto de Selo, os FCR são tributados segundo o regime geral do CIS, apenas verificando-se isenções respeitantes às operações financeiras inferiores a um ano e aos empréstimos com características de suprimentos, constantes das alíneas g) do n.º 1 do artigo 7.º do CIS.

Em face do exposto, podemos observar que os benefícios fiscais concedidos aos FCR, às SCR e aos ICR carecem de coordenação com os diversos impostos. É também em matéria fiscal que o enquadramento jurídico do capital de risco merece maiores reparos, como observaremos no ponto seguinte.

3. Balanço do enquadramento jurídico do capital de risco em Portugal

Ao nível do regime fiscal, os benefícios fiscais e as isenções revelam-se importantes no apoio e na dinamização da actividade de capital de risco.

³¹¹ DL n.º 193/2005, de 7 de Novembro, aprova o regime especial de tributação dos rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida. O DL foi alterado pelos Decretos-Leis n.º 25/2006, de 8 de Fevereiro, e n.º 29-A/2011, de 1 de Março, e pela Lei n.º 83/2013, de 9 de Dezembro.

³¹² Cfr. APCRI, *Anuário...*, p. 20.

No que concerne ao regime legal, como tivemos oportunidade de observar, o DL n.º 375/2007, de 8 de Novembro trouxe significativas alterações e inovações ao regime jurídico do capital de risco e apresentou melhorias face ao regime pretérito. Francisco Banha considera que a legislação nacional, “ao nível legal (...) não apresenta significativos obstáculos à actividade de capital de risco”³¹³. De um modo geral, o diploma adoptou medidas de desburocratização e simplificação que facilitaram a constituição dos FCR e o início da actividade das SCR e dos ICR, promovendo, assim, a actividade de capital de risco. O reconhecimento dos investidores individuais no nosso ordenamento jurídico foi, sem dúvida, uma das grandes novidades contempladas no anterior DL. No entanto e apesar desta constatação, os ICR são os que mais carecem de um melhor tratamento jurídico, nomeadamente, em matéria fiscal.

Como referimos, o regime dos benefícios fiscais dos *business angels* sofreram alterações com o OE de 2011, verificando-se um “significativo retrocesso”³¹⁴ face ao regime que anteriormente beneficiavam. Assim, seria importante rever o actual regime fiscal dos ICR, mantendo as condições dos benefícios fiscais concedidos previamente às alterações de 2011 ou mesmo aumentando os valores da dedução à colecta, seguindo-se, assim, a tendência de outros países, como é o caso do Reino Unido³¹⁵. A aplicação de benefícios fiscais, no entender de Francisco Banha, é “uma forma de compensar o risco e nunca o substitui”³¹⁶. Assim, é importante que o regime fiscal seja suficientemente incentivador, de modo a que os *business angels* se sintam motivados para “canalizar a poupança privada para o investimento produtivo em novas empresas”³¹⁷, evitando-se a estagnação dos investimentos por parte destes indivíduos e a diminuição de meios de financiamento para as empresas portuguesas.

³¹³ BANHA, Francisco, *Entrevista à jornalista do Diário Económico...*

³¹⁴ BANHA, Francisco, *Entrevista à jornalista do Diário Económico...*

³¹⁵ GOMES, Ana, *Entrevista a Francisco Banha, presidente da Direcção da FNABA – “Espero que os business angels tenham condições para serem mais atrevidos”*, O Jornal Económico – OJE, 1.Fev.2011. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.gesventure.pt/blogs/OJE_01-02-2011.pdf>.

³¹⁶ BANHA, Francisco, *Entrevista à jornalista do Diário Económico...*

³¹⁷ ROMEIRA, Almerinda, “*Em ocasiões de crise podem aparecer grandes oportunidades*”, PME News – Edição de Junho, Suplemento do Jornal Económico – OJE, (4. Julho, 2011), p.5. [consult. Julho 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.oje.pt/pme-news/pme-news-edicao-de-junho>>.

O actual regime de investimento em capital de risco, regulado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de Março também trouxe alterações e inovações, face ao regime pretérito, em virtude da necessidade de adaptar o regime às directivas e regulamentos europeus.

As melhorias introduzidas tanto a nível legal como fiscal, conduziram a que, em 2008, de acordo com o estudo realizado pela *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)*³¹⁸, Portugal ocupasse o 8.º lugar na tabela dos países europeus com envolvente legal e fiscal mais favorável ao desenvolvimento da actividade de capital de risco, encontrando-se acima da média europeia. O estudo considerou esta posição bastante positiva, já que Portugal não é um país com uma longa tradição na actividade de capital de risco. No entanto, revelou que a maior discrepância com a média europeia encontrava-se nos incentivos fiscais à actividade de I&D. Outros dos problemas apresentados ao nível do tratamento fiscal, foram a falta de incentivos suficientes para empresas em fase inicial e a falta de benefícios que possibilitassem “manter talentos, devido ao enquadramento fiscal e à forma como os rendimentos de um profissional de capital de risco é vista em sede de IRS”³¹⁹.

A par do anterior Decreto-Lei, a Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, trouxe também importantes medidas e alterações, que permitiram a flexibilização do regime anterior e introduziu um regime mais específico e qualificado.

Como oportunamente se observou, vários são os aspectos que contribuem para este incremento. Entre eles:

- a) A eliminação da delimitação dos FCR com base no tipo de investidor;
- b) A fixação de um mínimo de subscrição em €50.000,00 para o investimento em FCR;
- c) A consagração do regime de subscrição faseada (*closing*) dos FCR;
- d) A flexibilização das alterações a efectuar ao regulamento de gestão;

³¹⁸ EVCA, *Benchmarking European Tax and Legal Environments*, Outubro de 2008. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW:<URL:http://www.evca.eu/publicandregulatoryaffairs/default.aspx?id=2414>.

³¹⁹ CAETANO, Paulo, *Portugal integra o top 10 europeu na envolvente legal e fiscal das SCR*, Jornal de Negócios, 21 Abril 2009. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.apcri.pt/sites/default/files/Opinião_JNeg_21042009.pdf>.

- e) A possibilidade de se criarem SCR com objecto principal circunscrito à gestão de FCR;
- f) A redução do capital social mínimo para estas sociedades, fixado em €125.000,00;
- g) As alterações aos limites de investimento e às operações autorizadas;
- h) A possibilidade das SCR e ICR investirem em instrumentos híbridos (“EuVECA” e “EuSEF”);
- i) O registo prévio simplificado na CMVM, enquanto único acto administrativo para a constituição de FCR e início de actividade das SCR e ICR;
- j) A mera comunicação prévia à CMVM da constituição de FCR e início de actividade das SCR e ICR, em determinados casos;
- k) O reconhecimento dos *business angels* enquanto figura jurídica, denominada de Investidores em Capital de Risco;
- l) A eliminação do limite máximo de 5 anos de investimento em capital de risco por parte dos ICR, passando para os 10 anos;
- m) O alívio na tomada de determinadas deliberações, passando o quórum deliberativo da maioria de 2/3 dos votos emitidos, para a maioria simples;
- n) A eliminação da obrigatoriedade dos FCR serem fundos fechados;
- o) A definição de critérios para a dissolução dos FCR;
- p) A criação de um regime sancionatório (etc).

Não obstante destas importantes alterações ao regime jurídico do capital de risco, é no quadro fiscal que se sentem maiores entraves no que à atractividade do capital de risco diz respeito.

De um modo geral, e seguindo a linha de pensamento de Glória Teixeira, ainda há que “proceder a um maior e melhor coordenação entre os diferentes impostos, para garantir uma correcta e eficiente aplicação dos benefícios fiscais”³²⁰. Esta harmonização possibilitará não só resolver alguns dos problemas apontados, mas também permitirá que a actividade de capital de risco se torne mais atractiva para os investidores. Em consequência, possibilitará que esta se desenvolva, tornando o capital de risco num instrumento cada vez

³²⁰ TEIXEIRA, Glória, *Manual de Direito...*, p. 348.

mais acessível e atractivo para as empresas e para os empresários que procuram alternativas ao financiamento tradicional.

Na parte que se segue, contextualiza-se o financiamento bancário, nomeadamente, a concessão de crédito.

PARTE III

Capítulo I – O financiamento bancário

1. O crédito bancário

O financiamento bancário é uma das formas pelas quais as empresas podem aumentar os seus recursos financeiros através da obtenção de capital alheio. A empresa que envereda por esta modalidade de financiamento, apoia-se na concessão de crédito pelas instituições financeiras para colmatar as suas necessidades económicas e financeiras.

De facto, o crédito tem assumido grande importância para a dinamização das actividades económicas e das empresas³²¹. O conceito de crédito tem sido alvo de descrição quer por parte de economistas quer de juristas, o que lhe confere características económico-jurídicas.

Na literatura, existe consenso relativamente aos elementos que compõem o crédito. O tempo é um dos seus componentes, sendo apontado por grande parte dos autores como essencial³²², “na medida em que se trocam bens presentes por bens futuros”³²³. A confiança é outro elemento do crédito. O credor deposita a sua confiança quer na capacidade de solvabilidade do devedor, quer no cumprimento do pagamento. Para além destes dois elementos, que têm presença frequente na literatura, o crédito reveste-se de outros, como por exemplo, a promessa de restituir, a renumeração, o juro, o risco, aos quais é

³²¹ PATRÍCIO, José Simões, *Direito Bancário Privado*, Lisboa, Quid Juris-Sociedade Editora, 2004, pp. 279-281.

³²² PIRES, José Maria, *Direito Bancário*, vol. II, Lisboa, Rei dos Livros, 1997, p. 82. Veja-se ainda PATRÍCIO, José Simões, *Direito Bancário Privado...*, p. 278.

³²³ PATRÍCIO, José Simões, *Direito Bancário Privado...*, p. 279.

dado maior ou menor ênfase, dependendo dos autores. José Simões Patrício³²⁴ acrescenta ao tempo e à confiança, a promessa de restituir e a renumeração³²⁵. Segundo este autor, a promessa de restituir traduz-se no “compromisso de pagar em certo prazo”³²⁶ e a renumeração consubstancia-se no pagamento que o devedor se encontra adstrito pelo custo do adiantamento do crédito, pelo serviço concedido e pelo risco que assume correr. Outros autores salientam o juro e o risco³²⁷⁻³²⁸ como elementos. O primeiro vai de encontro ao que agora se mencionou sobre a renumeração do crédito. O risco está associado à própria concessão de crédito, visto que o credor assume o risco de não ver cumprida a promessa de pagar em determinado prazo. O risco revela-se como contraponto à confiança, pois, se por um lado, ao conceder crédito, o credor confia na solvabilidade do devedor, por outro, assume o risco de este não vir a tê-la, frustrando-se a promessa de restituir³²⁹.

Para além de conter todas as especificidades supracitadas, o crédito bancário, de acordo com José Maria Pires, tem a particularidade de ser “*um crédito monetário*, ou seja, tem por objecto o dinheiro (moeda escritural ou legal)”³³⁰. Outro traço característico é o facto de ser concedido pelas instituições bancárias com o intuito de financiarem as actividades económicas dos seus clientes. Ainda segundo o mesmo autor, “o crédito bancário baseia-se num conjunto de contratos que têm como objecto prestações em dinheiro, tanto por parte do banco como por parte do cliente”³³¹. A confiança também se destaca na concessão de crédito bancário, na medida em que os contratos serão ou não celebrados com determinado cliente, dependendo do grau de confiança que uma parte nutre pela outra, mesmo que exiba garantias sólidas³³². A relação

³²⁴ PATRÍCIO, José Simões, *Direito de Crédito – Introdução*, Lisboa, Lex Edições Jurídicas, 1994, p. 43.

³²⁵ O autor realça estes quatro elementos, no entanto, revela que o risco, frequentemente, faz parte da definição de crédito.

³²⁶ PATRÍCIO, José Simões, *Direito Bancário Privado...*, p. 279.

³²⁷ DEKEUWER-DÉFOSSEZ, Françoise, *Droit bancaire*, 7^a ed., Paris, Mémentos Dalloz, 2001, p. 85.

³²⁸ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 182.

³²⁹ PATRÍCIO, José Simões, *Direito Bancário Privado...*, p. 279.

³³⁰ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 183.

³³¹ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 183.

³³² PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 182.

de confiança surge, também, para colmatar as falhas de informação entre as partes, atenuando “o clima de incerteza” e a incompletude subjacente aos contratos³³³.

O crédito bancário pode ser qualificado segundo diversos critérios³³⁴. A classificação feita segundo o prazo é relevante, na medida em que, este deve ser ajustado ao tipo de financiamento que se pretende realizar como também deve obviar as necessidades do beneficiário do crédito. O anterior Decreto-Lei n.º 344/78, de 17 de Novembro³³⁵, consignava o regime aplicável à categorização dos prazos das operações creditícias, aos juros remuneratórios, à capitalização de juros e à mora dos devedores. No entanto, dada à “actual realidade do mercado”³³⁶, em que o incumprimento dos créditos bancários tem sido mais recorrente, fruto da crise que Portugal atravessa, o legislador considerou pertinente proceder à revisão e actualização do dito regime. Assim, o Decreto-Lei n.º 344/78, de 17 de Novembro, foi revogado, pelo actual Decreto-Lei n.º 58/2013, de 8 de Maio, que “coloca o seu principal enfoque no regime aplicável à mora do cliente bancário nos contratos de crédito celebrados”³³⁷.

O n.º 2 do artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 58/2013, de 8 de Maio, classifica os prazos de vencimento dos créditos bancários nas seguintes formas: crédito a curto, a médio e a longo prazo. No que toca ao crédito de curto prazo, o seu vencimento não pode exceder um ano, visto que se destina ao financiamento do consumo ou, ainda, da produção. Neste último o que se pretende é, por exemplo, satisfazer as necessidades de tesouraria, através do reforço do fundo de maneo, o que possibilitará uma melhor gestão e flexibilização da caixa³³⁸. O crédito a curto prazo tem, também, como finalidade, o financiamento do ciclo de produção e venda, permitindo que as empresas adquiriram matérias-

³³³ COSTA, Carlos Arriaga, *Métodos qualitativos na análise de risco de crédito – Confiança e credibilidade na relação entre bancos e empresas*, Universidade do Minho, p. 6. [consult. 13 Fev. 2011]. Disponível em WWW:<URL:<http://www1.eeg.uminho.pt/economia/caac/pagina%20pessoal/papers/WPC2A-QUALIT.PDF>>.

³³⁴ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 185.

³³⁵ Com as alterações introduzidas pelo DL n.º 429/79, de 25 de Outubro, DL n.º 83/86, de 6 de Maio, e DL n.º 204/87, de 16 de Maio.

³³⁶ Cfr. Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 58/2013, de 8 de Maio.

³³⁷ Cfr. Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 58/2013, de 8 de Maio.

³³⁸ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 190.

-primas, e que tenham capacidade de “conceder prazos de pagamento aos seus clientes, o que contribui para o aumento das vendas”³³⁹.

Relativamente ao crédito a médio prazo, a sua duração vai desde um ano até cinco anos. Este crédito visa financiar o ciclo comercial e de fabrico e, também, os investimentos com amortizações, em prazo inferior a cinco anos. Consubstancia-se, assim, num alargamento do prazo de vencimento do crédito a curto prazo e num encurtamento do crédito a longo prazo.

O crédito a longo prazo é aquele cujo vencimento excede cinco anos. Destina-se a investimentos cujos efeitos só se verificarão tardiamente e só aí é que poderão ser reembolsados. Trata-se do financiamento do capital fixo de uma empresa, isto é, dos seus valores imobilizados (por exemplo, terrenos, máquinas, patentes, entre outros). Também o crédito a longo prazo pode ser concedido com o fim de o beneficiário adquirir “prédios de rendimento e de habitação”³⁴⁰.

A classificação de acordo com critério da afectação distingue o crédito à produção do crédito ao consumo. Este último tem como função estimular o consumo e aumentar o poder de compra dos consumidores. O crédito ao consumo permite que estes beneficiários adquiram bens (automóveis, electrodomésticos, ...) e serviços (viagens, formação, ...). Para financiar e promover o desenvolvimento económico, surge o crédito à produção, o qual engloba outros tipos de créditos. Deste modo, podemos distinguir entre crédito de investimento, que tem como finalidade o financiamento do activo imobilizado, e crédito para financiamento de capitais circulantes, que se destina aos gastos correntes. O crédito ao funcionamento e o crédito de tesouraria também se encontram relacionados com o crédito à produção. O primeiro auxilia na actividade de exploração da empresa, sendo também chamado de crédito à exploração. O segundo tem por objectivo assegurar o bom funcionamento de tesouraria. Ainda no âmbito do crédito à produção, podemos encontrar o crédito de campanha, o crédito à transformação, à armazenagem, à exportação e à importação e, ainda, os créditos de pré-financiamento.

No critério da garantia deparamo-nos com o crédito pessoal e o crédito com garantia. Neste, o crédito é obtido por meio de uma garantia real

³³⁹ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 190.

³⁴⁰ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 190.

(por exemplo, a hipoteca) ou pessoal (por exemplo, a fiança), que asseguram, a par do património do beneficiário (devedor), este mesmo crédito. Realça-se, aqui, as qualidades da pessoa devedora (por exemplo, honestidade) e as suas capacidades, depositando-se confiança nela.

A concessão de crédito bancário pode realizar-se mediante diversas técnicas, como por exemplo, a abertura de crédito (linhas de crédito), o crédito por assinatura, o empréstimo, as operações de desconto, as garantias bancárias, o *leasing*, o *factoring*, entre outros. Abordaremos, de seguida e de forma sumária, algumas destas técnicas.

Capítulo II – Técnicas de concessão de crédito

1. O empréstimo bancário

O empréstimo é uma técnica clássica da prática bancária e surge no nosso Código Civil (CC) sob a designação de mútuo³⁴¹⁻³⁴². O n.º 1 do artigo 1142.º do CC define o mútuo civil como “o contrato pelo qual uma das partes empresta à outra dinheiro ou outra coisa fungível, ficando a segunda obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade”. De acordo com o artigo 1145.º do CC, o mútuo pode ser oneroso ou gratuito, conforme se convencione ou não retribuição do mútuo e presume-se oneroso, havendo dúvida. A doutrina tem entendido o mútuo como um contrato real *quoad constitutionem*, ou seja, só produzirá efeitos aquando da entrega do objecto mutuado. No entanto, Menezes Cordeiro considera a possibilidade de se celebrar, “ao lado do mútuo típico real, mútuos meramente consensuais”, sendo, por isso, uma “concepção em clara regressão”³⁴³⁻³⁴⁴. A entrega da coisa mutuada é nota característica do contrato de mútuo, já que, quando esta se efectiva, o mutuário

³⁴¹ PATRÍCIO, José Simões, *Direito Bancário Privado...*, p. 309.

³⁴² ANTUNES, José A. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 2.ª ed., Lisboa, Almedina, 2009, p. 497.

³⁴³ CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito Bancário*, 5ª ed., Coimbra, Almedina, 2014, p. 664.

³⁴⁴ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 203, também admite esta possibilidade, dado o princípio da liberdade contratual (cfr. artigo 405º do Código Civil).

torna-se proprietário dela³⁴⁵. Fica, contudo, sujeito ao pagamento de juros, quando assim convencionado³⁴⁶, e a restituir coisa do mesmo género e qualidade³⁴⁷. O mútuo caracteriza-se, ainda, por ser um negócio consensual ou formal, dependendo do seu valor³⁴⁸.

O contrato de mútuo, tal como vem tipificado na nossa legislação, é utilizado pelos bancos apenas em situações pontuais, pois não se verifica a entrega física da coisa mutuada concomitantemente com a sua celebração³⁴⁹. Assim, o mútuo ou empréstimo bancário³⁵⁰ distingue-se do mútuo civil. Segundo Menezes Cordeiro, o facto de “ser celebrado por um banqueiro, como mutante, agindo no exercício da sua profissão”³⁵¹⁻³⁵² é uma das primeiras características que o diferencia. O outro traço distintivo que salienta é a sua “forma aligeirada”, pois a prova pode ser feita mediante escrito particular³⁵³. Acresce a especificidade de o mutuário ter de conferir certo destino à coisa mutuada, isto é, a quantia entregue deve ser utilizada para um fim específico, tendo de haver um determinado escopo.

O mútuo bancário segue regras próprias. No que toca aos prazos de vencimento, é indispensável atender ao Decreto-Lei n.º 58/2013, de 8 de Maio, já acima referenciado. Assim, também se classifica e se configura, segundo o critério do prazo, podendo-se designar os empréstimos de curto prazo

³⁴⁵ Cfr. artigo 1144º do Código Civil (CC).

³⁴⁶ Cfr. o n.º 1 do artigo 1145º do CC.

³⁴⁷ Cfr. artigo 1142º, parte final, do CC.

³⁴⁸ Cfr. artigo 1143º do CC.

³⁴⁹ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 202.

³⁵⁰ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, configura o empréstimo bancário, como um “contrato pelo qual uma instituição de crédito coloca efectivamente ao dispor do seu cliente determinadas importâncias, por certo tempo, ficando o mesmo cliente obrigado a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade”.

³⁵¹ CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, p. 674.

³⁵² No mesmo sentido, José A. Engrácia Antunes considera que “o contrato de empréstimo bancário constitui uma modalidade especial do contrato de empréstimo”, sendo que a “especialidade reside essencialmente no plano dos sujeitos contraentes (o mutuante é uma empresa bancária), do objecto contratual (que consiste em dinheiro legal ou escritural, investindo fundamentalmente o cliente mutuário na propriedade da quantia mutuada) e da sua finalidade (ficando frequentemente o mutuário obrigado a utilizar a quantia mutuada apenas para fins legais ou contratuais predeterminados” – cfr. ANTUNES, José A. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais...*, p. 498.

³⁵³ CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, p. 674.

(aqueles cujo vencimento não excede um ano), médio prazo (entre 1 a 5 anos) ou longo prazo (quando o vencimento excede 5 anos). Relativamente aos juros, também existem regras específicas que constam do Aviso n.º 3/93, de 20 de Maio de 1993. Actualmente, é o Banco Central Europeu que estabelece a taxa base de juro. Esta é uma taxa referencial, servindo de base para os bancos definirem as suas próprias taxas de juros³⁵⁴. Quanto aos juros de mora, o Decreto-Lei *supra* mencionado, no n.º 1 do artigo 8.º, permite que sejam cobrados juros moratórios, através de uma sobretaxa anual máxima de 3%, a qual incidirá sobre o capital vencido e não pagos, permitindo-se a inclusão de juros remuneratórios capitalizados³⁵⁵.

Uma vez que “o empréstimo bancário é um acto objectivamente comercial”³⁵⁶, é necessário observar, ainda, as disposições constantes no Código Comercial (CCom.), nomeadamente, os seus artigos 394.º, 395.º e 396.º. De acordo com o artigo 394.º do Código Comercial, a comercialidade do empréstimo existe quando “a coisa cedida seja destinada a qualquer acto mercantil”. Acresce duas outras características ao contrato de empréstimo comercial: a primeira é que terá de ser sempre retribuído (artigo 395.º do CCom.) e a segunda é que admite qualquer género de prova, desde que o empréstimo mercantil seja celebrado entre comerciantes (artigo 396.º CCom.). Desta forma, o empréstimo bancário assume natureza comercial.

2. O contrato de abertura de crédito

O contrato de abertura de crédito surgiu, primeiramente, como uma modalidade do contrato de mútuo. Mais tarde, autonomizou-se dado que as suas características próprias o faziam distinguir. Hodiernamente, o contrato de abertura de crédito é bastante procurado por empresas comerciais e usado, com frequência, na prática bancária³⁵⁷.

³⁵⁴ De acordo com o artigo 2.º do Aviso n.º 3/93, de 20 de Maio de 1993 “são livremente estabelecidas pelas instituições de crédito e sociedades financeiras as taxas de juro das suas operações, salvo nos casos em que sejam fixadas por diploma legal.

³⁵⁵ Cfr. o n.º 2 do artigo 8.º do Decreto-Lei n.º 58/2013, de 8 de Maio.

³⁵⁶ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 204.

³⁵⁷ PEREIRA, Sofia Gouveia, *O Contrato de Abertura de Crédito Bancário*, Cascais, Principia, 2000, pp. 8 e 13.

No nosso ordenamento jurídico, este contrato não está tipificado na lei, não se encontrando nenhuma definição legal. Todavia, o artigo 362º do Código Comercial, na sua enumeração exemplificativa, faz referência à abertura crédito como sendo uma operação de banco³⁵⁸. A definição mais próxima deste contrato, e a que também é utilizada pela nossa jurisprudência, é-nos fornecida pelo Código Civil italiano de 1942, no seu artigo 1842. De acordo com este, o contrato de abertura de crédito é “ o contrato pelo qual o banqueiro se a obriga a ter, à disposição do cliente, uma soma em dinheiro, por um dado período de tempo indeterminado”³⁵⁹. Realça-se aqui, a obrigação de *dare* que advém para o creditante (banco): colocar à disposição do creditado determinada quantia. O creditado não está obrigado a utilizar estes fundos, mas, se assim pretender, terá de o fazer mediante levantamentos. Em todo o caso, é devida uma comissão ao creditante pela disponibilização do crédito, tratando-se de uma renumeração pelo serviço por ele prestado. O creditado poderá, ainda, estar adstrito ao pagamento de juros sobre os movimentos efectuados.

O contrato de abertura de crédito pode assumir diversas modalidades³⁶⁰. Relativamente ao beneficiário do crédito, o contrato de abertura de crédito pode realizar-se a favor do contraente ou a favor de terceiro. No primeiro caso, aquele que contrai o crédito é quem vai beneficiar, tratando-se, aqui, da modalidade de abertura de crédito por caixa. No caso contrário, em que o crédito é contraído por pessoa diversa daquela que dele vai beneficiar³⁶¹, estamos perante a modalidade de abertura de crédito por assinatura.

Na abertura de crédito por caixa, o creditante “procede à simples entrega de fundos ao creditado, na sequência de uma ordem de pagamento por este emitida”³⁶². Esta modalidade desdobra-se noutras duas: simples e em conta corrente. Na primeira, o crédito é utilizado de uma só vez, através de “levantamentos parciais (tranches)” ou de sucessivas restituições, não reutilizáveis e sem haver lugar à “represtinação da disponibilidade à medida dessas

³⁵⁸ PEREIRA, Sofia Gouveia, *O Contrato de Abertura...*, p. 64.

³⁵⁹ CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, p. 679.

³⁶⁰ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, 1997, p. 215.

³⁶¹ A abertura de crédito a favor de terceiro também é denominada de abertura de crédito imprópria e, não raras as vezes, o recurso a esta operação tem como destino liquidar uma obrigação alheia decorrente de uma relação contratual.

³⁶² PEREIRA, Sofia Gouveia, *O Contrato de Abertura...*, p. 35.

restituições”³⁶³. Na segunda (abertura de crédito em conta corrente), pelo contrário, permite-se que os levantamentos sejam sucessivos. Acresce, ainda, a possibilidade de se efectuarem depósitos, verificando-se, nesta situação, a repriminção da disponibilidade do montante (*revolving*).

Na modalidade de abertura de crédito por assinatura, “o banco obriga-se a emprestar a sua assinatura”, “em vez do compromisso de pagamento directo de dinheiro”³⁶⁴. Aqui, a prestação do creditante traduz-se num *facere*.

No que concerne às garantias, a abertura de crédito diz-se a coberto ou garantida quando é prestada pelo beneficiário do crédito garantia real³⁶⁵ ou pessoal³⁶⁶⁻³⁶⁷ e a descoberto no caso contrário, valendo aqui o seu património como garantia geral das suas obrigações. No entanto, é frequente o banco exigir um título de crédito, por exemplo uma letra ou uma livrança, que não raras as vezes são entregues em branco³⁶⁸⁻³⁶⁹.

Quanto ao fim, a abertura de crédito dispõe as seguintes modalidades: com fim vinculado ou sem fim vinculado. O crédito concedido para um determinado fim, é a prática mais recorrente. Nesta, estamos perante montantes elevados que se destinam a determinados projectos, sujeitos a avaliação por parte do creditante. Pelo contrário, o crédito concedido sem a vinculação de um fim revela-se em quantias diminutas e apenas satisfaz necessidades de curto prazo³⁷⁰.

No contrato de abertura de crédito é possível verificar que a sua duração pode variar entre prazos inferiores a um ano, superiores a um ano e iguais ou superiores a cinco anos. As operações de curtíssimo prazo também podem ser utilizadas neste contrato e designam-se de operações de *hot money*, as quais caracterizam-se por o crédito ser concedido a um prazo muito curto, inferior a seis dias e destinam-se, sobretudo, a satisfazer carências de tesouraria

³⁶³ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 216.

³⁶⁴ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 217.

³⁶⁵ Cfr. artigos 656º, 666º, 686º, 733º, 754º, 620º do Código Civil.

³⁶⁶ Cfr. artigos 627º, 630º e 629º do Código Civil.

³⁶⁷ As garantias reais mais usadas neste tipo de contrato são a hipoteca e o penhor e as garantias pessoais são a fiança e o aval.

³⁶⁸ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 218

³⁶⁹ PEREIRA, Sofia Gouveia, *O Contrato de Abertura...*, p. 32.

³⁷⁰ PEREIRA, Sofia Gouveia, *O Contrato de Abertura...*, p. 42.

elevadas. Deste modo, o contrato de abertura de crédito é flexível quanto à sua duração.

A abertura de crédito desempenha importantes funções, nomeadamente económicas, visto tratar-se de um instrumento adaptável às necessidades que as empresas e os comerciantes visam suprir com o recurso a este financiamento³⁷¹. Em regra, as necessidades traduzem-se em avultadas e pontuais carências de tesouraria, pelo que, e neste sentido, o contrato de abertura de crédito é frequentemente procurado pelas PME. As grandes empresas quando recorrem a este contrato pretendem, essencialmente, utilizá-lo como “forma de *project financing*, em que, no curso de determinado projecto, há momentos (normalmente pré-acordados) em que é periodicamente necessário fazer avultados pagamentos”³⁷². A estes aspectos positivos, a autora Sofia Gouveia Pereira acrescenta que o creditado, ao recorrer à abertura de crédito, adquire um “novo potencial económico”, por dispor de capitais alheios e usufruí-los como se fossem capitais próprios³⁷³. Não obstante, é importante ter presente os custos que o recurso a este financiamento acarreta: as comissões “(de abertura, sobre o limite do crédito, de imobilização)”³⁷⁴, os juros e os encargos fiscais, os quais terão de ser suportados pelo creditado.

3. O microcrédito

O Conselho Europeu, com as suas recomendações para o desenvolvimento empresarial, o crescimento e o emprego, veio apelar para a necessidade de se implementarem instrumentos de micro financiamento, nomeadamente o microcrédito³⁷⁵. Estes instrumentos visam combater a realidade que a Europa enfrenta: aproximadamente 92% de micro-empresas constituem o tecido

³⁷¹ SHELLY, Carlos Fernández-Arias; ALMAGRO, Carlos Fernández-Arias; ALMARGO, José Fernández-Arias, *El contrato de préstamo y crédito: jurisprudência y doctrina española*, vol. I, Madrid, DIJUSA, 2000, p. 579.

³⁷² PEREIRA, Sofia Gouveia, *O Contrato de Abertura...*, 2000, p. 56.

³⁷³ PEREIRA, Sofia Gouveia, *O Contrato de Abertura...*, 2000, p. 20.

³⁷⁴ ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de troca*, Coimbra, Almedina, 2007, p. 162.

³⁷⁵ COMISSÃO EUROPEIA, *Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME – Promover...*, p. 7.

empresarial europeu³⁷⁶. Neste sentido, vários esforços têm sido desenvolvidos por diversos países do espaço económico. Entre estes, Portugal, no seu programa governamental de 2010 incluiu estratégias para fomentar e dinamizar o microcrédito. Assim, o Decreto-Lei n.º 12/2010, de 19 de Fevereiro criou as sociedades financeiras de microcrédito³⁷⁷. A par dos agentes que já exerciam actividades financeiras (instituições bancária, por exemplo), as sociedades financeiras de microcrédito puderam aceder à actividade de concessão de crédito em montantes reduzidos.

No preâmbulo do Decreto-Lei acima referido, o microcrédito é descrito como “um financiamento de valor reduzido concedido a pessoas com motivação e capacidade para desenvolver uma actividade económica, quer se encontrem numa situação de desemprego quer sejam pequenos empresários”. Deste modo, o microcrédito surge com uma função socioeconómica: promove o empreendedorismo, cria oportunidades e o auto-emprego, gera riqueza e acolhe um “público excluído”³⁷⁸. Deste modo, estes indivíduos poderão melhorar a qualidade de vida e bem-estar, ao obter o seu próprio emprego e rendimentos. Nas zonas rurais, este instrumento pode, também, auxiliar “na integração das minorias étnicas e dos emigrantes”³⁷⁹.

O microcrédito pode ser acedido tanto por particulares como por microempresas desde que apresentem projectos empresariais ou profissionais susceptíveis de criar e manter postos de trabalho de forma sustentável e cujo perfil de risco lhes dificulte o acesso ao mercado de crédito tradicional³⁸⁰. A figura 4 apresenta a evolução do número de projectos creditados pela Associação Nacional de Direito ao Crédito (ANDC). Verifica-se que entre 2005 e 2010 os projectos creditados ultrapassam os 100. Este facto pode estar asso-

³⁷⁶ COMISSÃO EUROPEIA, *European SMEs under Pressure*, ..., p. 15.

³⁷⁷ As sociedades financeiras de microcrédito devem possuir um capital social mínimo de um milhão de euros, de acordo com o artigo 1º da Portaria n.º 59/2011, de 31 de Janeiro.

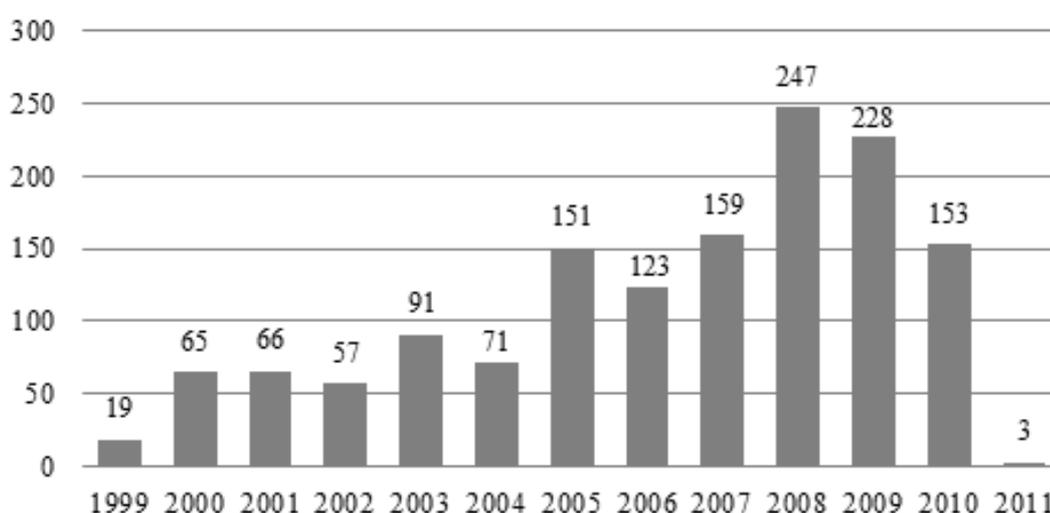
³⁷⁸ BELO, Fátima; CENTEIO, José, *Financiamentos alternativos – Microfinanciamentos – Breve Apresentação*, Associação Nacional de Direito ao Crédito, 2004, p.28. [consult Feb. 2011] Disponível em: <URL:<http://www.microcredito.com.pt/downloads/Documentos/EqualFinanciaAlternativo.pdf>>.

³⁷⁹ COMISSÃO EUROPEIA, *Uma iniciativa europeia para o desenvolvimento do microcrédito em prol do crescimento e do emprego*, 2007, p. 4. Disponível em WWW: <URL:http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26115_pt.htm>.

³⁸⁰ Cfr. n.º 1 do artigo 1º da Portaria 1315/2010, de 28 de Dezembro.

ciado às taxas de desemprego registadas nestes anos, que se manifestaram mais elevadas relativamente aos anos anteriores, potenciando, assim, o recurso ao microcrédito por parte dos desempregados³⁸¹. Também pode prender-se com a divulgação deste instrumento, que só ao longo dos anos foi adquirindo maior visibilidade. Acresce que, a fundação da ANDC foi constituída em 1998, desenvolvendo a sua actividade a partir de então. No início do presente ano (2011) esta associação creditou três “negócios desenvolvidos no âmbito do MicroCrédito”³⁸².

Figura 4 – Número de projectos creditados pela ANDC desde 1999 a 2011



Fonte: ANDC

O montante máximo de microcrédito a disponibilizar a estes interessados, apresenta um valor de 25.000€ por operação³⁸³. No entanto, é frequente veri-

³⁸¹ DUARTE, Andrea, *Quatro milhões de euros em dez anos de microcrédito*, Público, Semanário Económico (8 Agosto 2008), p. 8. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL: <http://www.microcredito.com.pt/downloads/M%C3%A9dia/Jornais%20ou%20Revistas/08-08-08%20-%20Semana%C3%A1rio%20Econ%C3%B3mico.pdf>>.

³⁸² ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE DIREITO AO CRÉDITO, *Estatísticas de Síntese, 1999 a Janeiro de 2011*. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL: http://www.microcredito.com.pt/downloads/S%C3%BAmulas%20Estat%C3%ADsticas/2011_01_sintese.pdf>.

³⁸³ Cfr. o artigo 2º da Portaria 1315/2010, de 28 de Dezembro.

ficar que, os montantes dos empréstimos concedidos variam entre os 5.000€ e os 12.000€³⁸⁴.

No que toca à sua duração, este instrumento é direccionado para um tipo de financiamento de médio prazo, apresentando um período de reembolso de 48 meses. No microcrédito não se exige a garantia real. Contudo, algumas entidades poderão requerer que se preste garantia pessoal, por exemplo, a fiança.

Algumas críticas são tecidas nesta temática do microcrédito e do micro financiamento. Entre elas realça-se que o entendimento de microempresa – isto é, de uma empresa que emprega menos de dez pessoas e gera um volume de negócios anual ou balanço total anual inferior a 2 milhões de euros – encontra-se, actualmente, desadequado face à situação em que o tecido empresarial europeu se encontra. Em 2008, as micro-empresas europeias empregaram, em média, duas pessoas³⁸⁵. Está latente que a Europa caminha rumo a uma maior presença de empresas unipessoais ou que empregam um número inferior a 5 pessoas, o que poderá conduzir à redefinição do conceito de microempresa³⁸⁶.

O facto de o montante máximo do microcrédito cifrar-se em 25.000€ pode, também, ser alvo de apreciação, dado que transcende a média europeia dos micro-empréstimos – 9.641€, em 2009 – concedidos pelas instituições de microcrédito³⁸⁷. Os empréstimos realizados em Portugal ficam igualmente aquém daquele valor. De acordo com os dados da ANDC, o capital médio de microcrédito emprestado no ano de 2011 situava-se em 8.220,33€³⁸⁸⁻³⁸⁹.

Outra crítica lançada “ao microcrédito é a de que pouco contribui para o desenvolvimento de uma cultura de”³⁹⁰ empreendedorismo, dada a reduzida dimensão dos projectos ou a reduzida capacidade de alguns deles evoluírem.

³⁸⁴ BELO, Fátima; CENTEIO, José, *Financiamentos alternativos...*, p. 27.

³⁸⁵ COMISSÃO EUROPEIA, *European SMEs under Pressure...*, p. 15.

³⁸⁶ BELO, Fátima; CENTEIO, José, *Financiamentos...*, p. 8.

³⁸⁷ JAYO, Bárbara, GONZÁLEZ, Anabel; CONZETT, Casey, *EMN Working Paper n.º 6 2008-2009, Overview of the Microcredit Sector in the European Union*, Fundación Nantik Lum, 2010, p. 24. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.european-microfinance.org/data/file/section_microfinance_europe/overview-of-the-microfinance-sector-in-the-eu-2008-2009.pdf>.

³⁸⁸ ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE DIREITO AO CRÉDITO, *Estatísticas de Síntese...*

³⁸⁹ No ano de 2009 o capital médio emprestado pela ANDC foi de 6.127,42€ e em 2010 ascendeu a 7.526,87€.

³⁹⁰ BELO, Fátima; CENTEIO, José, *Financiamentos alternativos*, p. 27.

Ainda que, de acordo com os autores Fátima Belo e José Centeio, esta crítica careça de fundamentação, o sucesso dos projectos e o fomento do espírito empreendedor podem ser alcançados pela melhoria de alguns aspectos, como por exemplo: proceder a uma maior divulgação deste instrumento, conceder um apoio especializado e próximo dos microempresários, promover acções de formação que acompanhem as diversas etapas, fornecer mais informação, entre outros³⁹¹.

O microcrédito apresenta-se um instrumento alternativo ao financiamento bancário tradicional, de médio prazo.

4. O desconto bancário

O desconto bancário é uma técnica clássica na concessão de crédito. Esta operação bancária vem referenciada no artigo 362.º do C.Com. No entanto, não se encontra legalmente regulada no nosso Direito, estando, assim, demarcada pela prática portuguesa³⁹². Assim, pode-se considerar o desconto bancário como “o contrato pelo qual o banqueiro entrega ao seu cliente, uma determinada quantia, em troca dum crédito, ainda não vencido, sobre um terceiro”³⁹³. Deste modo, aquele que possui um crédito sobre um terceiro, pode receber antecipadamente, da instituição bancária, o valor desse mesmo crédito que ainda não se encontra vencido. Por sua vez, o banco fica com o crédito sobre aquele terceiro, tencionando obter boa cobrança aquando do seu vencimento. A operação de desconto bancário processa-se através de títulos de crédito (letras de câmbio, livranças, *warrants*). Estes títulos, são endossados ao banco, havendo possibilidade de negociá-los ou mesmo voltar a descontá-los³⁹⁴.

Na nossa doutrina, a natureza do desconto tem sido discutida, entendendo alguns autores que estamos perante um mútuo com garantia ou um mútuo com dação *pro solvendo*, outros consideram que se trata de um simples emprés-

³⁹¹ ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE DIREITO AO CRÉDITO, *Conclusões dos Encontros de Microempresários*, Lisboa e Porto, 2008. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.microcredito.com.pt/downloads/Microempres%C3%A1rios/Encontros/Conclus%C3%B5es%20dos%20Encontros%20de%20Microempres%C3%A1rios.pdf>>.

³⁹² CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, p. 686.

³⁹³ CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, p. 686.

³⁹⁴ PATRÍCIO, José Simões, *Direito Bancário Privado...*, pp. 314 e 315.

timo, outros de um negócio *sui generis*, de um contrato atípico, outros ainda da venda de um crédito. As correntes com mais adesão são as que se referem ao desconto enquanto mútuo com dação *pro solvendo* e enquanto negócio *sui generis*³⁹⁵⁻³⁹⁶. Na jurisprudência, a preferência recai sobre dois entendimentos: a de que o desconto tem a natureza de um mútuo ou a de um contrato misto de mútuo e de dação *pro solvendo*³⁹⁷. A título de exemplo, o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (STJ) de 1 de Junho de 1978, menciona que “o contrato de desconto (...) é um contrato de mútuo autónomo”. Por sua vez, o Acórdão do STJ de 14 de Junho de 1978 perfilha pela segunda orientação.

O desconto bancário é uma forma de facilitar a obtenção de crédito e representa, para as empresas, uma operação que lhes possibilita equilibrar, antecipadamente, o seu fundo de maneo e lhes permite mobilizar os créditos a curto prazo de forma célere³⁹⁸.

5. O *leasing*

Leasing é um vocábulo de origem norte-americana³⁹⁹⁻⁴⁰⁰. Em Portugal, o seu significado corresponde à locação financeira. Segundo o artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 149/95, de 24 de Junho⁴⁰¹, a locação financeira é “o contrato pelo qual uma das partes se obriga, mediante retribuição, a ceder à outra o gozo temporário de uma coisa, móvel ou imóvel, adquirida ou construída por indicação desta, e que o locatário poderá comprar, decorrido o período acordado, por um preço nele determinado ou determinável mediante simples aplicação dos

³⁹⁵ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 222.

³⁹⁶ MATIAS, António Saraiva, *Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998, p. 111.

³⁹⁷ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 222.

³⁹⁸ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 226.

³⁹⁹ A locação financeira tem sido integrada nos contratos de crédito. De facto, a sua ligação com a forma de crédito já data desde 1967 (cfr. PINTO, Mota, *Uma Nova Modalidade Jurídica de Financiamento Industrial: o Leasing*, in *Ciência e Técnica Fiscal*, n.º 99, Março de 1967, p. 231, e DUARTE, Rui Pinto, *Escritos sobre Leasing e Factoring*, Cascais, Principia, 2001, pp. 26 e 27). Contudo, e na actualidade, esta relação tem sido posta em causa (cfr. CAMPOS, Diogo Leite, *Locação Financeira (Leasing) e Locação*, Lisboa, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, Ano 62, n.º 3, 2002, p. 766).

⁴⁰⁰ CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, p. 713.

⁴⁰¹ Este diploma foi sujeito a alterações introduzidas pelos Decreto-Lei n.º 265/97 de 02 de Outubro, Decreto-Lei n.º 285/2001, de 03 de Novembro, e Decreto-Lei n.º 30/2008, de 25 de Fevereiro.

critérios nele fixados”. Anteriormente, este contrato só poderia ser celebrado, exclusivamente, pelos bancos e pelas sociedades de locação financeira. Com a criação das Instituições Financeiras de Crédito (IFIC), levado a cabo pelo Decreto-Lei n.º 186/2002, de 21 de Agosto, estas também ficaram habilitadas, revogando-se o artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 72/95, de 15 de Abril, que previa aquela exclusividade.

Na locação financeira é possível encontrar dois intervenientes: o locador e o locatário. O primeiro, que corresponderá à entidade apta a celebrar o contrato, está adstrito a adquirir (ou mandar construir) e a entregar o bem locado, sendo, no entanto, o proprietário. O locatário será aquele que utilizará a coisa locada, mediante o pagamento de uma renda ou aluguer. No final do contrato dispõe de uma opção de compra pelo preço pré-estabelecido (valor residual)⁴⁰² ou “faz novo “leasing” sobre o mesmo objecto”⁴⁰³. O fornecedor, apesar de ser estranho à relação entre locador e locatário e de não fazer parte do contrato, é um sujeito que merece ser referido, na medida em que a coisa locada será vendida ou construída por ele⁴⁰⁴. Este tipo de contrato afigura-se um “negócio misto”⁴⁰⁵, uma vez que implica a celebração de outros contratos. Assim, temos, um contrato de compra e venda que se realiza entre fornecedor e locador e o contrato de locação entre o locatário e o locador. Também é possível que o contrato de locação financeira conduza à celebração de contratos de seguros e ao fornecimento de garantias⁴⁰⁶.

As disposições relativas ao prazo de locação financeira estão enunciadas no artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 149/95, de 24 de Junho. Havendo estipulação acerca da duração do contrato, é necessário observar dois limites. O primeiro diz respeito às coisas móveis. Assim, quando o contrato tem por objecto coisa móvel, o prazo não deve exceder o período presumível da sua utiliza-

⁴⁰² O Decreto-Lei n.º 285/200, de 25 de Fevereiro, veio revogar o artigo referente ao valor residual, o qual imponha os seus limites legais. O valor residual dos bens móveis situava-se entre 2% e 25% do valor do bem locado e o dos bens imóveis apresentava um mínimo de 2%. Actualmente, não existe limite imposto pela lei, ficando ao livre arbítrio dos contraentes a fixação do valor residual.

⁴⁰³ TELES, Inocêncio Galvão, *Manual dos Contratos em Geral*, 4ª ed., Coimbra Editora, 2002, p. 500.

⁴⁰⁴ DUARTE, Rui Pinto, *Escritos sobre Leasing e Factoring*, pp. 52 e 53.

⁴⁰⁵ PIRES, José Maria, *Direito Bancário...*, p. 254.

⁴⁰⁶ CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, p. 716.

ção económica⁴⁰⁷. O segundo limite refere-se à duração máxima do contrato de locação financeira. O n.º 2 do artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 149/95, de 24 de Junho, determina que não pode ser superior a 30 anos, considerando-se o contrato reduzido a este limite quando superior. Na falta de estipulação relativa ao prazo, o n.º 3 do mesmo artigo estabelece que o contrato de locação financeira considera-se celebrado pelo prazo de 18 meses, se a coisa for móvel, ou de 7 anos, se se tratar de coisa imóvel.

Pelo exposto, facilmente se observa que, com o contrato de locação financeira, visa-se alcançar o financiamento de um bem móvel ou imóvel. Deste modo, o crédito é concedido “não sob a forma de dinheiro, mas sob a forma de mercadoria”⁴⁰⁸. Para as empresas afigura-se uma forma bastante útil de adquirir, por exemplo, máquinas, fábricas, escritórios, armazéns, entre outros, pois não acarretam com todos os seus elevados custos de obtenção. Acresce que, de acordo com Menezes Cordeiro, não representa um débito para as empresas, na medida em que “não vêem aumentar o seu endividamento”⁴⁰⁹ e, ainda, possibilita auferir alguns benefícios fiscais⁴¹⁰.

Por fim, salienta-se a importância crescente que o *leasing* tem assumido em Portugal. De facto, a evolução do sector do *leasing* tem registado um acentuado desenvolvimento desde 1997, ano em que se verificou um crescimento de 23,6%. Dados mais recentes apontam que, no ano de 2007, este sector cresceu 32,8%, na sua globalidade. Esta evolução deve-se a diversos factores, tais como as melhorias efectuadas na legislação, o alargamento do exercício da actividade de locação financeira a outras entidades e a possibilidade de efectuarem certas operações (acessórias ou complementares). Contam-se ainda outros factores, como por exemplo, a divulgação e maturação do *leasing*, a qualidade de informação prestada aos clientes e consequente assimi-

⁴⁰⁷ Cfr. o n.º 1 do artigo 6º do Decreto-Lei n.º 149/95, de 24 de Junho.

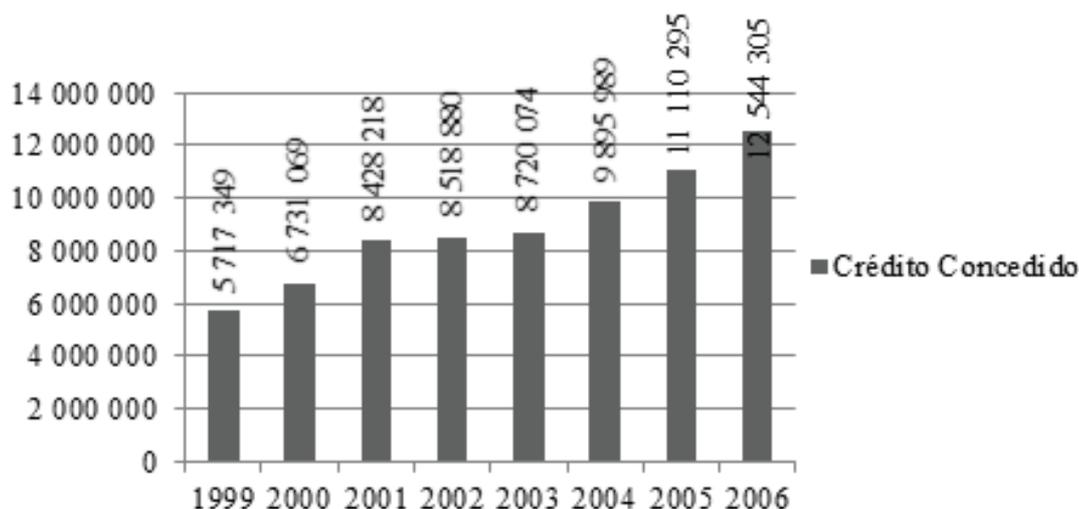
⁴⁰⁸ DUARTE, Rui Pinto, *Escritos...*, p. 12.

⁴⁰⁹ CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, p. 715.

⁴¹⁰ Na mesma linha de pensamento, José A. Engrácia Antunes escreve que “a locação financeira é um instrumento de financiamento bancário com vantagens evidentes (...) para o locatário, já que representa uma forma de financiamento integral da coisa utilizada sem endividamento directo, além das diversas vantagens contabilísticas e fiscais associadas.” – Cfr. ANTUNES, José A. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, p. 571.

lação, entre outros⁴¹¹. A evolução da carteira de crédito concedido é notória. A figura 5 evidencia que, de 1999 a 2006, o crédito concedido cresceu para mais do dobro, o que revela uma acentuada procura deste tipo de instrumento.

Figura 5 – Evolução da carteira de crédito concedido (*leasing*)



Fonte: Associação Portuguesa de *Leasing* e *Factoring*

Deste modo, podemos verificar que a locação financeira revela-se, cada vez mais, “uma alternativa de financiamento de médio e longo prazo do investimento em equipamentos e em imóveis de todos os agentes económicos”⁴¹².

6. O *factoring*

O *factoring* ou cessão financeira é outro instrumento de financiamento disponível para as empresas. O Decreto-Lei n.º 171/95, de 18 de Julho regula as sociedades de *factoring*, bem como o contrato de *factoring*. O n.º 1 do artigo 2.º deste Decreto-Lei descreve que “a actividade de *factoring* ou cessão financeira consiste na aquisição de créditos a curto prazo, derivados da venda de produtos ou da prestação de serviços, nos mercados interno e externo”.

⁴¹¹ ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE *LEASING* E *FACTORING*, *O Leasing em Portugal*, 2007. [consult. Fev. 2011] Disponível em: WWW: <URL:http://www.alf.pt/downloads/Leasing%20em%20Portugal%202007.pdf>.

⁴¹² ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE *LEASING* E *FACTORING*, *O Leasing em Portugal...*, p. 31.

O contrato de cessão financeira tem de ser sempre celebrado por escrito⁴¹³ e é um contrato que visa satisfazer funções de financiamento, cobrança, gestão e garantia⁴¹⁴. Nele, podemos encontrar três sujeitos: o cedente (ou aderente), o factor (ou cessionário) e o devedor cedido⁴¹⁵. O primeiro indivíduo é aquele que cede os seus créditos ao factor. O factor (a instituição de crédito) prestará serviços de cobrança, de outorga de crédito e de cobertura de riscos. O devedor cedido é o cliente do cedente. Este detém créditos sobre aquele, os quais serão cedidos ao factor.

A relação entre estes sujeitos é duradoura e implica deveres principais e acessórios para cada um deles⁴¹⁶. Assim, o cedente não pode, por exemplo, celebrar contratos de *factoring* com outras entidades, necessita de transferir todos os seus créditos ao factor bem como os elementos subjacentes (facturas), tem de pagar as comissões de cessão financeira e pelos *plafonds* do risco, assim como os juros, não deve dificultar a cobrança de créditos ao factor, actuando de forma lícita com os seus clientes, entre outros. O factor está adstrito a proceder à boa cobrança dos créditos cedidos, canalizando todos os seus esforços nesse sentido. Acresce que tem de prestar os seus serviços com diligência, de acarretar os deveres de boa fé e de sigilo, entre outros. No que toca ao terceiro cedido, entre este e o cedente não podem ser convenionadas cláusulas de não cedência de créditos. Existe, também, o dever de notificá-lo aquando da cessão financeira, para que esta produza os seus efeitos⁴¹⁷, entre outros deveres.

O *factoring* apresenta diversos benefícios: proporciona melhor liquidez às empresas, amplia o fundo de maneiio, estimula a sua expansão, diminui o seu endividamento, atenua o risco e os custos com determinados serviços, etc.⁴¹⁸.

⁴¹³ Cfr. o n.º 1 do artigo 7º do Decreto-Lei n.º 71/95, de 18 de Julho.

⁴¹⁴ CORDEIRO, António Menezes, *Da cessão financeira*, Lisboa, Lex Edições Jurídicas, 1994, p. 17.

⁴¹⁵ Cfr. artigo 3º do Decreto-Lei 71/95, de 18 de Julho.

⁴¹⁶ CORDEIRO, António Menezes, *Da cessão financeira*, pp. 99 a 106.

⁴¹⁷ Cfr. o n.º 1 do artigo 583.º do Código Civil.

⁴¹⁸ José A. Engrácia Antunes aponta como “vantagens para o aderente” “a função de financiamento (ao permitir a transformação imediata de créditos em fundos líquidos), de segurança (mormente no “factoring” próprio ou sem recurso, ao permitir a transferência para o “factor” do risco do incumprimentos ou insolvência dos devedores) e de simplificação (libertando-o de tarefas e custos acessórios relacionados com a gestão de cobrança de créditos)”. Por outro lado, o autor indica alguns “inconvenientes” deste tipo de instrumento, tais como “os custos

Contudo, pelas palavras de Menezes Cordeiro, “o *factoring* interessa a empresas de média dimensão”, uma vez que, as pequenas empresas não apresentam capacidade para suportar certos custos (por exemplo, as comissões ao *factor*). O mesmo autor acrescenta que as empresas equilibradas, que possuam escasos capitais próprios, que operam “nas áreas das vendas por grosso, as cobranças dirigidas a “consumidores finais” ou a pequenos clientes” e ainda aquelas que pertençam a “sectores com margens confortáveis”, são as mais atractivas para a celebração de um contrato de cessão financeira⁴¹⁹.

O contrato de *factoring*, bem como todos os outros contratos e formas de concessão de crédito desenvolvidas neste capítulo, apresentam não só benefícios para as empresas, mas também custos. Na parte que se segue, analisam-se os custos e os benefícios jurídico-económicos do financiamento bancário e do capital de risco, para as empresas portuguesas.

PARTE IV

Capítulo I – Estudo: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas

Observada a problemática do financiamento e revistos os traços essenciais sobre o capital de risco e o financiamento bancário, pretende-se, no presente capítulo, avaliar os custos e os benefícios jurídico-económicos destas fontes de financiamento, numa perspectiva qualitativa.

Com esta investigação empírica, tencionamos abordar a óptica das empresas nacionais acerca do capital de risco e do financiamento bancário, revelando os custos e benefícios, as vantagens e desvantagens, a acessibilidade, a atractividade, entre outros aspectos. O nosso objectivo é, pois, estudar o impacto destas duas fontes de financiamento nas empresas portuguesas. Pretende-se compreender, não qual a melhor fonte de financiamento, mas qual a que mais

inerentes às comissões de cobrança e garantia e a perda de autonomia da gestão financeira e comercial do aderente”. – Cfr. ANTUNES, José A. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, p. 521.

⁴¹⁹ CORDEIRO, António Menezes, *Manual...*, pp. 620 e 621.

se adequada à actual situação do acesso ao financiamento. O referido estudo, assenta na utilização de métodos de investigação.

1. Aspectos metodológicos

Neste ponto abordaremos os métodos utilizados na recolha dos dados do presente estudo. Para tal, recorreremos ao questionário, que apresentaremos de seguida. Posteriormente, descreveremos o processo de amostragem bem como a metodologia usada para a análise dos dados.

1.1. A estrutura do questionário

Para conceber o questionário, seguiram-se determinadas etapas. Assim, elaborámos, em primeiro lugar, um questionário provisório, que foi testado com a colaboração de membros da família e amigos. Este teste serviu para que nos indicassem o tempo de duração de resposta ao questionário e a clareza das instruções fornecidas para o preenchimento do questionário. Após estas informações, elaborou-se o questionário definitivo (Anexo B).

O questionário foi dividido em três partes. A primeira parte referia-se à caracterização geral da empresa. Nesta parte, pretendemos obter dados relativos à firma (denominação social)⁴²⁰, à forma jurídica da empresa, ao ano de constituição, à localização, à actividade económica, à dimensão da empresa, à sua fase de desenvolvimento actual, ao grau de inovação tecnológica e ao tipo de financiamento a que a empresa recorreu.

A segunda reportava-se a questões relativas ao capital de risco. Nesta parte, os dados recolhidos incidiam sobre o acesso ao capital de risco, enquanto fonte de financiamento (por exemplo: grau de dificuldade; obstáculos enfrentados; contacto com a entidade investidora em capital de risco; intervenção do capitalista de risco, a sua importância e relacionamento; custos e benefícios; grau de sucesso do projecto; grau de atractividade do capital de risco e aspectos com ele relacionados, entre outros).

⁴²⁰ Salientamos que, no que respeita à firma/denominação social, indicou-se entre parênteses que a pergunta era de resposta facultativa. Desta forma, assegurou-se o anonimato das empresas que assim o pretenderam.

Por último, a terceira parte destinava-se a questões referentes ao financiamento bancário. Colocaram-se algumas questões semelhantes às do capital de risco (por exemplo: grau de dificuldade, grau de atractividade, grau de sucesso do projecto, custos e benefícios, entre outras), embora tenham sido adaptadas para a parte do financiamento bancário. Para além destas, a terceira parte também continha questões exclusivamente relativas ao financiamento bancário.

Todos os inquiridos teriam de responder à primeira parte. A resposta à segunda e/ou à terceira parte dependeria do tipo de financiamento a que a empresa inquirida teria recorrido. Deste modo:

- a) Se tivesse recorrido ao capital de risco mas não ao financiamento bancário, responderia à segunda parte, relativa ao capital de risco;
- b) Se, pelo contrário, o inquirido tivesse recorrido ao financiamento bancário mas não ao capital de risco responderia à terceira parte;
- c) Caso a empresa inquirida assinalasse que tinha recorrido tanto ao capital de risco como ao financiamento bancário, teria de responder a todo o questionário;
- d) Se não tivesse recorrido nem a um nem a outro tipo de financiamento, responderia a perguntas gerais acerca do capital de risco e do financiamento bancário.

O questionário foi elaborado de modo a que o inquirido pudesse responder de forma clara, evitando, assim, a necessidade de construir e escrever respostas. Deste modo, a grande parte das perguntas eram assinaláveis com uma cruz (x). As questões também caracterizavam-se por serem, na sua grande maioria, fechadas. Optou-se por esta via, dado que as perguntas fechadas possibilitam “obter informação quantitativa” e tornam mais acessível a aplicação de análise estatística^{421,422}. Contudo, colocou-se uma pergunta aberta, para que o

⁴²¹ HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew, *Investigação por questionário*, Lisboa, Edições Sílabo, 2000, p. 94 e 95.

⁴²² De acordo com os autores Manuela Magalhães Hill e Andrew Hill, as desvantagens das perguntas fechadas são: o facto de fornecerem informação que, por vezes, “é pouco “rica”” e podem, por vezes, conduzir “a conclusões simples”. Cfr. HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew, *Investigação...*, p. 94.

inquirido pudesse expressar os aspectos relativos ao capital de risco e/ou ao financiamento bancário que considerasse relevantes para a sua empresa⁴²³.

Uma vez concluídas as etapas de elaboração do questionário, procedeu-se ao seu envio.

1.2. O envio dos questionários

O envio dos questionários foi efectuado tanto por via física, como por via electrónica. Devido às limitações orçamentais, apenas metade dos questionários foi enviada por correio (via CTT – Correios de Portugal). Deste modo, seguiram em envelope fechado, direccionado ao administrador de cada empresa, contendo no seu interior uma carta de apresentação (Anexo C), em papel timbrado, explicando não só os objectivos do presente estudo, mas também a importância da participação do inquirido. Nesta mesma carta referiu-se a confidencialidade da informação constante dos questionários, a data e o modo de entrega e, por fim, a disponibilidade para o esclarecimento de dúvidas no preenchimento dos questionários. Em anexo à carta de apresentação, seguiu um questionário e um envelope endereçado e selado, mediante o qual o respondente devolveria o questionário preenchido sem qualquer custo e sem necessidade de preencher o espaço do destinatário. Deste modo, pretendeu-se assegurar o anonimato e, conseqüentemente, uma boa taxa de resposta.

A outra metade dos questionários foi enviada, electronicamente, através da aplicação *Google docs*. A referida aplicação possibilitou criar um formulário *on-line* a ser enviado para os respectivos destinatários. Optou-se pela utilização desta aplicação uma vez que permitiu estabelecer uma ligação segura e encriptada (SSL – *Secure Sockets Layer*), que através do protocolo *https* (*Hyper-Text Transfer Protocol Secure*), possibilitou que a informação transmitida não fosse susceptível de visualização por terceiros. Para tal, foi criada uma conta no serviço de *e-mail* do *Google Mail*, com o endereço de correio electrónico: inqueritosmdje@gmail.com. Seguidamente, elaborou-se o questionário, adap-

⁴²³ Uma das vantagens das perguntas abertas é que permitem recolher informação qualitativa e detalhada. As desvantagens centram-se na codificação e interpretação das respostas fornecidas, bem como na maior dificuldade que acarreta para a análise estatística “sofisticada” e o tempo que é necessário despendido. Cfr. HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew, *Investigação...*, p. 94.

tando-o ao formulário do *Google docs*⁴²⁴, tendo-lhe sido atribuído o seguinte endereço: <https://spreadsheets.google.com/viewform?formkey=dF1LSG11TFhtdjVBeFRiSzYwMUo3SEE6MQ>. Para verificar o correcto funcionamento do formulário e a recepção de respostas, estes foram previamente testados. Assim, o formulário foi enviado para o endereço de correio electrónico dos mesmos familiares e amigos, que o preencheram e enviaram⁴²⁵. Uma vez verificados estes aspectos, o formulário definitivo foi enviado para as empresas destinatárias⁴²⁶. Após estas inquiridas terem respondido ao questionário, os dados foram recepcionados no nosso endereço de correio electrónico, surgindo numa folha de cálculo (própria da aplicação *Google docs*), de forma automática e devidamente organizada. Um dos aspectos a tomar em consideração foi o anonimato, o qual foi assegurado, uma vez que os dados não vinham acompanhados do endereço de correio electrónico das inquiridas.

Os questionários foram enviados por duas vezes. Na primeira fase enviou-se tanto por correio físico como por via electrónica. O seu envio foi realizado no período compreendido entre 18 e 31 de Janeiro de 2011. Com o intuito de encorajar a devolução dos questionários devidamente preenchidos⁴²⁷, voltou-se a efectuar o seu envio, uma segunda vez, no início de Março, apenas por via electrónica. A data limite para o envio das respostas foi fixada para o dia 15 de Março. No entanto, e dado que a recepção do correio por via física poderia não ser imediata, considerou-se para o nosso estudo, todas as respostas recepcionadas até ao dia 25 de Março de 2011.

No próximo ponto caracterizaremos a amostra obtida no nosso estudo.

⁴²⁴ O questionário, via electrónica, contém as mesmas questões que o questionário enviado via física, pelo que o conteúdo não foi alterado. Mais se esclarece que, para criar um formulário na aplicação *Google docs*, é necessário construí-lo na própria aplicação, pelo que foi adaptado na sua forma.

⁴²⁵ Solicitou-se que colocassem a palavra “TESTE” na questão relativa à denominação social.

⁴²⁶ O endereço de correio electrónico dos inquiridos foi recolhido através das páginas *web* das próprias empresas, quando destas dispunham, e através da plataforma *on-line* das Páginas Amarelas, quando não possuíam página *web*. Alguns dos endereços de correio electrónico acusaram falha na recepção do formulário, a qual foi colmata. Neste sentido, efectuámos telefonemas para as empresas em que se verificou esta ocorrência, com o intuito de recolher o endereço de correio electrónico e, sempre que possível, o endereço do próprio administrador da empresa.

⁴²⁷ BELL, Judith, *Como realizar um projecto de investigação – Um guia para a pesquisa em ciências sociais e da educação*, Lisboa, Gradiva, 1997, p. 113.

1.3. Caracterização da amostra

Antes de procedermos à caracterização da amostra e do processo de amostragem, elucidaremos, os conceitos de população e amostra. Define-se população ou universo como o “conjunto total dos casos sobre os quais se pretende retirar conclusões”⁴²⁸. A amostra, por sua vez, é o “subconjunto da população em estudo”⁴²⁹. Veremos, então, qual a população e qual amostra presente no nosso estudo.

Tendo em conta que os empréstimos bancários representam uma das principais fontes de financiamento a que as empresas portuguesas recorrem, considerou-se importante assegurar, no nosso estudo, que os questionários seriam enviados a empresas que recorreram ao capital de risco⁴³⁰. Deste modo, a população do presente estudo é composta por:

- a) Empresas que recorreram ao capital de risco, nomeadamente: as empresas constantes da lista/portfólio/referências/casos de sucesso disponibilizados na página *web* de SCR e de FCR (registados na CMVM)⁴³¹ e da lista/portfólio/referências/casos de sucesso disponibilizados na página *web* das associações regionais de *business angels*, representadas, a nível nacional, pela Federação Nacional de Associações de *Business Angels*⁴³²;

⁴²⁸ HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew, *Investigação...*, p. 41.

⁴²⁹ APPOLINÁRIO, Fabio, *Dicionário de metodologia científica: um guia para a produção do conhecimento científico*, São Paulo, Atlas, 2007, p. 23.

⁴³⁰ De acordo com as estatísticas do INE, entre o último trimestre de 2005 e o primeiro de 2006, 26,0% das empresas recorreram aos empréstimos bancários (10% a empréstimos sem garantia bancária e 16,1% com garantia bancária). Esta fonte de financiamento encontra-se em segundo lugar, sendo precedida do recurso a fundos próprios (87,2%). Apenas 0,2% das empresas utilizaram, como recurso de financiamento, o capital de risco. Cfr. INE, *Factores de sucesso das Iniciativas empresariais 2002-2005*. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: < URL: http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_estudos&ESTUDOSest_boui=6188890&ESTUDOSmodo=2>.

⁴³¹ O registo das SCR e dos FCR encontra-se disponibilizado em WWW: < URL: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/capitalrisco/index.cfm>>.

⁴³² Note-se que a recolha das listas das empresas que recorreram ao capital de risco estava dependente de: a entidade investidora em capital de risco possuir página *web* e nela disponibilizar a lista, portfólio, referências ou casos de sucesso das empresas participadas.

- b) As Pequenas e Médias Empresas constantes da lista fornecida pela revista Exame que elege as “1000 Melhores PME em Portugal”⁴³³. e
- c) As grandes empresas constantes de uma listagem também publicada pela revista Exame, em edição especial, que elege as “500 Maiores&Melhores”⁴³⁴ empresas portuguesas.

Dadas as limitações de tempo, não foi possível utilizar todas as empresas portuguesas como população. No nosso estudo, é difícil conhecer todos os casos da população, uma vez que o registo dos ICR não é público, pelo que são desconhecidos, publicamente, todos investidores individuais existentes em Portugal e as empresas em que aplicaram o capital de risco⁴³⁵. Assim, e devido à dificuldade em determinar todos os casos das empresas portuguesas que recorreram ao capital de risco, utilizámos o método de amostragem estratificada. De acordo com Manuela Magalhães Hill [*et al*], este método de amostragem “é especialmente útil quando o Universo é grande e o investigador pretende obter uma amostra representativa segundo várias variáveis pré-identificadas”⁴³⁶. Porém, a amostra seleccionada possui o enviesamento de não ser conhecida a lista de toda a população, pois, como supra referimos,

⁴³³ EXAME, n.º 320, Dezembro de 2010, *Dossiê especial: As melhores PME*, pp. 150 a 167. Os critérios utilizados pela revista Exame, na selecção das empresas candidatas, são os seguintes: “dimensão, forma jurídica, propriedade e organização empresarial”. Especificamente, as empresas têm de “ter menos de 250 empregados; vendas iguais ou inferiores a 50 milhões de euros; e activo líquido igual ou inferior a 43 milhões”. O critério da forma jurídica é restringido às seguintes formas: sociedade por quotas; sociedade unipessoal por quotas; sociedade anónima; sociedade em comandita; e estabelecimento individual de responsabilidade limitada. Os critérios respeitantes à detenção do capital e da organização compreendem as seguintes características: “uma empresa candidata a PME não pode ser maioritariamente (> 50%) detida por outra empresa (empresa-mãe), salvo se esta também cumprir os critérios de PME”. No caso de a empresa-mãe ser uma sociedade gestora de participações sociais, a empresa candidata a PME é excluída. Acresce que, “depois de aplicados todos os critérios anteriores, caso a empresa candidata a PME tenha alguma subsidiária em que participe em mais de 50%, esta última terá também que cumprir os critérios de PME (...) estabelecidos, para que a empresa se mantenha como candidata a PME. Estão automaticamente excluídas as empresas da área financeira”. Cfr. EXAME, *Dossiê...*p. 165.

⁴³⁴ EXAME, *500 Maiores&Melhores*, Especial 2010.

⁴³⁵ No entanto, como já referimos, existem associações de *business angels* com página *web* e lista/portfólio/referências/casos de sucesso de empresas.

⁴³⁶ HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew, *Investigação...*, p. 47.

não estava disponível informação para todas as empresas portuguesas. Deste modo, pode-se dizer que não se trata de uma amostra claramente representativa.

Para o nosso estudo, concebeu-se uma amostra teórica correspondente a 500 casos. Da referida amostra constavam 250 empresas portuguesas que recorreram ao capital de risco. Para completá-la, foram seleccionadas 250 empresas portuguesas (PME e grandes empresas), das quais não possuíamos informação acerca de que instrumentos de financiamento tinham recorrido. O facto de não se ter a certeza de que estas empresas não recorreram ao capital de risco, embora com uma grande probabilidade de tal ter acontecido, constitui outro enviesamento à amostragem estratificada. A razão para a selecção, em separado, das empresas que recorreram ao capital de risco surgiu da necessidade de afastar o problema de não se receber respostas relativas a este financiamento. Como inicialmente elucidámos, as empresas que recorrem a este instrumento representam uma percentagem diminuta, face ao financiamento bancário, pelo que se entende que a opção tomada é fundada e justificada.

As empresas constantes da amostra, que recorreram ao capital de risco, foram distribuídas por distritos e sectores de actividade. As restantes empresas encontravam-se distribuídas, igualmente, por distritos, sectores de actividade e, ainda, pela dimensão. A introdução do critério da dimensão prendeu-se com o facto de se ter integrado na amostra quer as micro, pequenas e média empresas, quer as grandes empresas. Na aferição deste critério, utilizámos as linhas orientadoras do conceito de PME propugnado na Recomendação de 6 de Maio de 2003 da Comissão das Comunidades Europeias⁴³⁷. Relativamente à distribuição por sectores de actividades, a classificação utilizada foi a Classificação Portuguesa de Actividades Económicas (CAE)⁴³⁸.

A amostra real foi obtida após o encerramento do período de recebimento das respostas (25 de Março de 2011), não tendo sido possível aguardar por mais respostas, devido aos prazos apertados para a realização do trabalho. Salienta-se que foram eliminados sete questionários, em virtude da sua devo-

⁴³⁷ Recorde-se que, para a definição de PME, o critério principal é o número de pessoas empregues e o critério complementar é o volume de negócios.

⁴³⁸ Cfr. CAE – Revisão 3, precedida pelo Decreto-Lei n.º 381/2007, de 14 de Novembro, de acordo com o Regulamento (CE) n.º 1893/2006, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de Dezembro de 2006.

lução pelos serviços postais⁴³⁹. A nossa amostra real é, então, composta por 30 casos que perfazem uma taxa de resposta de 6%. Perante estas condições, ressalva-se que as conclusões estão limitadas pela reduzida dimensão da amostra obtida, merecendo, no futuro, aprofundar o estudo com uma amostra superior.

No quadro 2, apresentamos o número de respostas recolhidas segundo os dois tipos de financiamento em análise. As empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário estão em maior número, representando 33,3% do total de respostas recebidas. As respostas, obtidas por parte de empresas que recorreram apenas ao capital de risco, representam 26,7% do total das recolhidas. Assumem igual percentagem, as empresas que recorreram simultaneamente ao capital de risco e ao financiamento bancário. Por fim, apenas quatro empresas não recorreram nem ao capital de risco nem ao financiamento bancário, representando somente 13,3% do total de respostas obtidas.

Quadro 2- Número de respostas obtidas

Tipo de financiamento	Nº de respostas	Percentagem (%)
Capital de risco	8	26,7
Financiamento bancário	10	33,3
Capital de risco e financiamento bancário	8	26,7
Nenhum dos anteriores	4	13,3
Total	30	100

A figura 6 mostra a distribuição das empresas que participaram no nosso estudo, por sectores de actividade. Constatamos que a amostra real não abrange todos os sectores. No entanto, é relevante considerar a classificação “outra”, já que representa 23,3% do total das empresas. Os inquiridos que assinalaram esta opção, indicaram as seguintes actividades económicas: “tecnologias de informação”; “diapositivos médicos”; “projectos electrónicos”, “engenharia e técnica afins”; “bioindústria”; “biotecnologia”; “locação de pro-

⁴³⁹ Os motivos para a devolução das cartas, assinalados pelos serviços postais (correios), foram os seguintes: “encerrado” e “mudou-se”.

priedade intelectual”. Note-se que a maioria destas actividades foi apontada por empresas que recorreram ao capital de risco, o que revela o carácter inovador e tecnológico destas empresas.

Figura 6 – Distribuição das empresas da amostra real por sectores de actividade, segundo a Classificação Portuguesa de Actividades Económicas (CAE)



O quadro seguinte caracteriza as empresas da amostra real segundo o distrito a que pertencem. Este quadro revela-nos que um número considerável dos inquiridos (43,3%) está sediado no distrito de Lisboa. O segundo distrito, onde se situam mais empresas da nossa amostra real, é o Porto (13,3%). A concentração das empresas nestes distritos não é surpreendente, dado que a estrutura empresarial portuguesa se situa, tradicionalmente, nas regiões de Lisboa e do Norte⁴⁴⁰. Apesar de, na amostra teórica, se terem incluído empresas sediadas em distritos da região Sul e das Regiões Autónomas, a amostra real não comporta empresas constituídas nestas regiões.

⁴⁴⁰ Cfr. IAPMEI, *Sobre as PME em Portugal...*, p. 24.

Quadro 3 – Distribuição das empresas da amostra real por distritos

Distritos	Nº de empresas da amostra real	Percentagem (%)
Lisboa	13	43,3
Porto	4	13,3
Coimbra	2	6,7
Aveiro	1	3,3
Leiria	3	10
Santarém	2	6,7
Guarda	1	3,3
Braga	3	10
Respostas em falta	1	3,3
Total	30	100

O critério principal utilizado na definição de PME é o número de pessoas empregues. De acordo com o quadro 4, a nossa amostra real é composta maioritariamente por PME, estando em harmonia com a estrutura empresarial de Portugal.

Quadro 4 – Distribuição das empresas da amostra real por número de pessoas empregues

Nº de pessoas empregues	Nº de empresas da amostra real	Percentagem (%)
Inferior a 10	17	56,7
Entre 10 a 50	9	30
Entre 50 a 250	3	10
Superior a 250	1	3,3
Respostas em falta	-	-
Total	30	100

No quadro 5, apresenta-se a distribuição das empresas da amostra real em função do volume de negócios. As empresas que possuem um volume de negócios até 50 milhões de euros representam a grande maioria (89,9%) dos inquiridos. Embora o critério principal para a definição de PME não seja o volume de negócios, este dado não é alheio à composição do tecido empresarial português, em que 99,6% das empresas são PME, responsáveis por realizarem cerca de 56,4% dos negócios em Portugal⁴⁴¹.

Quadro 5 – Distribuição das empresas da amostra real por volume de negócios

Volume de negócios (em milhões de euros)	Nº de empresas da amostra real	Percentagem (%)
Inferior a 2	16	53,3
Entre 2 a 10	4	13,3
Entre 10 a 50	7	23,3
Superior a 50	3	10
Total	30	100

Na definição de PME é necessário utilizar o critério principal e o complementar. Assim, na nossa amostra, pertencem à categoria das grandes empresas apenas três, sendo as restantes empresas classificadas como PME.

Em suma, apesar de a amostra real do presente estudo ser de dimensão reduzida, as características das empresas que a compõem reflectem alguns traços do tecido empresarial nacional.

1.4. Aspectos relativos à análise dos dados

Neste ponto descreveremos o tratamento dado à análise dos dados e caracterizaremos as técnicas utilizadas.

Iniciaremos a análise dos dados dando a conhecer, numa perspectiva comparativa, as principais características das empresas que apenas recorreram ao capital de risco e das empresas que apenas recorreram ao financiamento ban-

⁴⁴¹ Dados relativos ao ano de 2005. Cfr. IAPMEI, *Sobre as PME...*, p. 24.

cário. Para as primeiras utilizaremos a sigla ECR e para as segundas a sigla EFB. Quando nos reportarmos às empresas que recorreram tanto ao capital de risco como ao financiamento bancário utilizaremos a sigla ECRFB. De seguida, exporemos e analisaremos os dados recolhidos relativos à experiência do financiamento, também comparando as ECR e as EFB. Por fim, procederemos ao estudo do grau de associação entre variáveis. Para tal, utilizaremos a correlação estatística e a regressão.

A correlação é uma técnica estatística que investiga se existe ou não uma correlação linear entre duas ou mais variáveis. O coeficiente de correlação linear é, nas palavras de Elizabeth Reis, “uma medida do grau de associação linear entre variáveis”. Esta medida “toma os valores entre -1 e +1”. Quando o valor está próximo de -1 (abaixo de -0,3) significa que há uma relação linear perfeita e negativa entre as variáveis x e y . Quando o valor está próximo de +1 (acima de +0,3) indica que há uma relação linear perfeita e positiva entre as duas variáveis⁴⁴². Quando os valores estão próximos de zero, significa que não se identifica uma relação linear entre as variáveis x e y . No presente estudo, as correlações foram calculadas automaticamente através do *software* Microsoft Excel, após introdução dos dados das variáveis.

Acerca da técnica estatística de correlação, Soares Martínez enfatiza que “importa ter sempre bem presente que da mera correlação estatística não pode concluir-se a necessária existência de relações de causa para efeito entre fenómenos”⁴⁴³.

A regressão, por sua vez, é uma palavra que “exprime (...) a ideia de relação existente entre as grandezas de duas variáveis”⁴⁴⁴. Trata-se de uma técnica que permite analisar a relação entre uma variável (a variável dependente) e outras variáveis (as variáveis independentes).

Antes de terminarmos a abordagem ao tratamento dos dados recolhidos, não podemos deixar de efectuar algumas considerações. A primeira prende-se com a falta de resposta a uma ou mais questões. Considerou-se como dado omissivo quando a empresa inquirida não respondia a alguma questão. A segunda consideração concerne às questões em que as participantes podiam

⁴⁴² REIS, Elizabeth, *Estatística Descritiva*, Lisboa, Edições Sílabo, 2005, p. 185.

⁴⁴³ MARTÍNEZ, Soares, *Introdução a um ensino sobre estatísticas económicas*, 5ª ed. (reimpressão), Coimbra, Almedina, 2001, p. 104.

⁴⁴⁴ MARTÍNEZ, Soares, *Introdução a um ensaio...*, p. 108.

escolher simultaneamente várias opções. Neste tipo de perguntas, a percentagem total das respostas será superior a 100%. A última diz respeito às questões que solicitam a classificação, de 1 a 10, de determinado aspecto. A escala e o seu significado serão mencionados aquando da análise dos resultados destas perguntas.

Finalizados os considerandos, procederemos, então, à análise dos seus resultados.

Capítulo II – Análise e comparação de resultados

Após a recolha dos dados constantes dos questionários recepcionados, impõe-se analisar os resultados obtidos.

Os resultados relativos ao capital de risco serão confrontados, sempre que possível, com um estudo já realizado referente à actividade de capital de risco em Portugal. O referido estudos trata-se do “Estudo para avaliação do impacto económico do capital de risco em Portugal”⁴⁴⁵, da APCRI. Este estudo apresenta “a influência do capital de risco ao nível das empresas que já beneficiaram deste instrumento”⁴⁴⁶, sendo que os dados referem-se, também, ao ano de 2009. Salienta-se que este estudo analisa as empresas participadas por Sociedades de Capital de Risco, não abrangendo outros actores da actividade de capital de risco. Apesar deste facto poder constituir uma limitação, o estudo revela-se uma referência interessante para a confrontação dos dados obtidos.

⁴⁴⁵ APCRI, *Estudo para avaliação do impacto económico do capital de risco em Portugal*, 2009. [consult. Julho 2011] Disponível em WWW:<URL:http://www.apcri.pt/sites/default/files/APCRI_relatorio_09.pdf>.

⁴⁴⁶ Os resultados obtidos neste estudo resultam das respostas dadas a um “questionário elaborado a 11 operadores (SCR) associados da APCRI, abrangendo uma amostra de 142 empresas suas participadas”. Cfr. APCRI, *Estudo para avaliação...*, pp. 4 e 6.

1. As empresas que apenas recorreram ao capital e as empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário

1.1. Perfil das empresas

A nossa análise tem como ponto de partida a primeira parte do questionário. Assim, iniciamos com as características predominantes das empresas que recorreram apenas ao capital de risco (ECR) e das empresas que recorreram apenas ao financiamento bancário (EFB).

Questionadas sobre a sua forma jurídica, 87,5% das empresas que apenas recorreram ao capital de risco indicaram a opção “Sociedade por Quotas”. As sociedades anónimas são a segunda forma jurídica mais predominante entre estas empresas, representando 12,5%. No estudo realizado pela APCRI, as empresas das suas participadas assumem, maioritariamente (73%), a forma jurídica de sociedades anónimas⁴⁴⁷. Das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário, 80% são sociedades por quotas e 20% constituem-se segundo o tipo de sociedade anónima.

No que respeita à antiguidade das empresas em análise, resulta, dos dados obtidos, que as ECR constituíram-se entre 2006 e 2008. Este resultado corresponde ao esperado na medida em que as empresas que recorrem ao capital de risco são, tendencialmente, empresas mais jovens. Em comparação com os dados da APCRI, no ano de 2009, 64% das empresas participadas foram constituídas depois de 2001⁴⁴⁸. Relativamente à antiguidade das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário, importa salientar que a data de constituição mais antiga indicada foi 1974 e data mais recente foi 2006. Este resultado também corresponde ao esperado dado que o financiamento bancário é um instrumento tradicional.

Quanto às actividades económicas das ECR, verifica-se que a actividade mais predominante corresponde à opção “outra” (71,4%). Como se referiu anteriormente, as empresas que apontaram esta opção, operam em sectores baseados no conhecimento, na inovação e na tecnologia, como é o caso das

⁴⁴⁷ Este panorama pode dever-se ao facto de, no estudo da APCRI, o questionário ter sido dirigido apenas a sociedades de capital de risco. Ao passo que, no nosso estudo, as empresas recorreram a outras entidades, para além das SCR. Cfr. APCRI, *Estudo para avaliação...*, p. 7.

⁴⁴⁸ APCRI, *Estudo para avaliação...*, p. 7.

ciências da vida, da biotecnologia, entre outros. As actividades económicas mais relevantes que se seguem são: as indústrias transformadoras e as actividades de informação e comunicação, representando ambas 14,3% do total das ECR que responderam ao questionado. Os resultados são os esperados, uma vez que estes sectores são característicos das empresas que recorrem ao capital de risco.

Nas EFB, a actividade económica mais frequente é o “comércio por grosso e retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos”, representando 60% das actividades indicadas.

No concerne à dimensão das ECR e das EFB, os quadros 6 e 7 elucidam-nos sobre este aspecto, pois fornecem-nos dados acerca do número de pessoas empregues e do volume de negócios. Através do quadro 8, observamos que 87,5% das empresas que apenas recorreram ao capital de risco empregam menos de 10 pessoas e apenas 12,5% empregam entre 10 a 50 pessoas. Quanto às empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário, verifica-se que 40% destas empresas empregam entre 10 a 50 pessoas e 30% empregam menos de 10 pessoas.

Quadro 6 – Número de pessoas empregues nas ECR e nas EFB

Nº de pessoas empregues	Nº de ECR	Percentagem (%)	Nº de EFB	Percentagem (%)
Inferior a 10	7	87,5	3	30
Entre 10 a 50	1	12,5	4	40
Entre 50 a 250	-	-	2	20
Superior a 250	-	-	1	10
Total	8	100	10	100

O quadro 7 reporta-se ao volume de negócios. Pela sua análise, constata-se que todas as empresas que recorreram apenas ao capital de risco apresentam um volume de negócios inferior a 2 milhões de euros. Um resultado tão significativo como este, leva a reflectir em que medida o capital de risco é um instrumento atractivo para estas empresas. Mais adiante, veremos qual a sua atractividade.

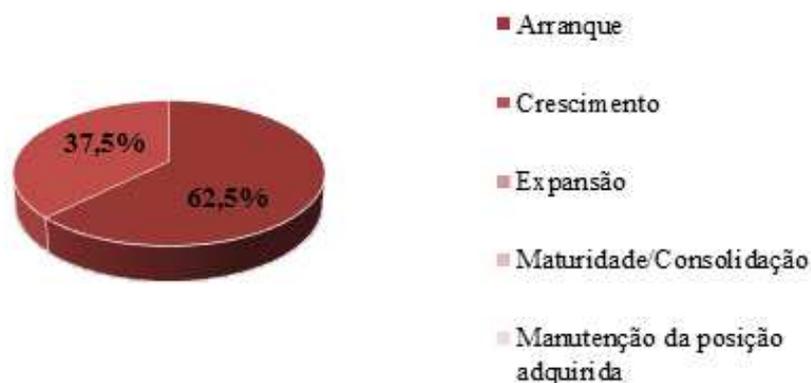
Contrariamente ao que sucede nas ECR, só 10% das EFB possuem um volume de negócios inferior a 2 milhões de euros. Verifica-se que 40% destas empresas apresentam um volume de negócios entre 10 a 50 milhões de euros e 30% possui um volume de negócios superior a 50 milhões de euros.

Quadro 7 – Volume de negócios das ECR e das EFB

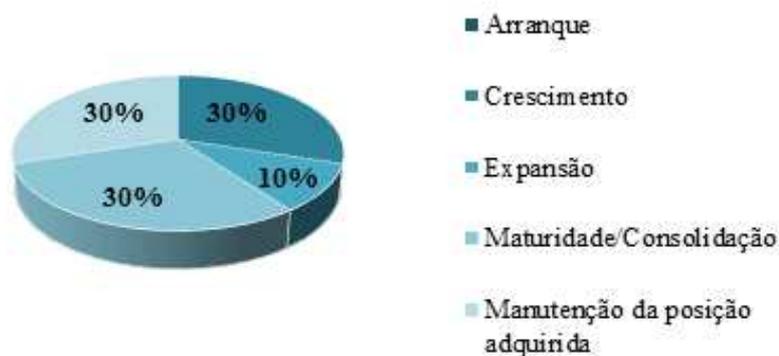
Volume de negócios (em milhões de euros)	Nº de ECR	Percentagem (%)	Nº de EFB	Percentagem (%)
Inferior a 2	8	100	1	10
Entre 2 a 10	-	-	2	20
Entre 10 a 50	-	-	4	40
Superior a 50	-	-	3	30
Total	8	100	10	100

Os resultados apresentados tornam-se mais interessantes quando conjugados. Assim, da análise do critério do nº de pessoas empregues com o critério do volume de negócios, é possível aferir a dimensão das empresas em estudo. Observando ambos os quadros, verificamos que existem três EFB cujo volume de negócios é superior a 50 milhões de euros.

No que toca ao estágio de desenvolvimento actual das empresas que recorreram apenas ao capital de risco, a grande maioria encontra-se numa fase de arranque (62,5%), tal como se pode observar na figura 7. Este facto reflecte que estamos perante empresas que são, na sua maioria, jovens. Mais uma vez, poder-se-á reflectir, a este propósito, em que medida o capital de risco é um instrumento que atrai este tipo de empresas.

Figura 7 – Estádios de desenvolvimento das ECR

Da figura 8, ressalta uma diferença significativa entre as fases de desenvolvimento das ECR e das EFB. Verifica-se que 70% das segundas não se encontram na fase inicial, mas antes, nos estádios de crescimento, expansão, maturidade/consolidação e manutenção da posição adquirida. Já nas ECR estas últimas três fases de desenvolvimento não se verificam.

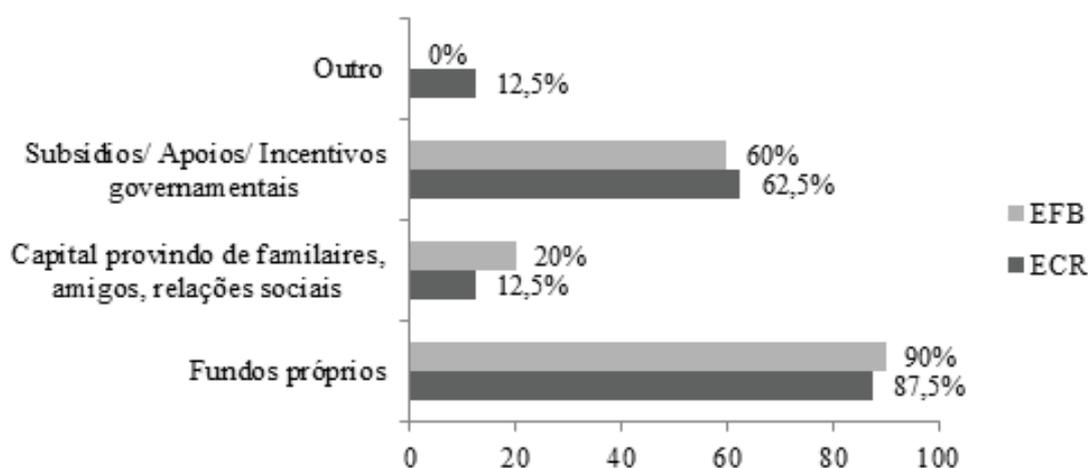
Figura 8 – Estádios de desenvolvimento das EFB

Questionadas sobre o grau de inovação tecnológica das suas empresas, 62,5% das ECR consideraram que possuem um grau de inovação muito bom, ao passo que apenas 20% das EFB indicaram o mesmo (Anexo A, Quadro 8 e Figuras 9 e 10). As restantes ECR classificaram o seu grau de inovação tecnológica como “bom” e uma parte significativa (40%) das EFB considerou ser

razoável. Estes resultados confirmam o que ficou supra referido acerca das actividades económicas das ECR. Acresce que estes mesmos resultados não estão distantes dos obtidos no estudo da APCRI. De acordo com o estudo, as SCR sugeriram que a maioria (69%) das suas empresas participadas apresenta um grau de inovação tecnológica muito bom e bom⁴⁴⁹.

No fim da primeira parte do questionário, os participantes foram questionados acerca das fontes de financiamento a que a empresa recorreu⁴⁵⁰. Observamos, pela figura 11, que tanto as ECR como as EFB indicaram, com frequência, as seguintes fontes de financiamento: fundos próprios e subsídios, apoios ou incentivos governamentais.

Figura 11 – Fontes de financiamento a que as ECR e as EFB recorreram



Do exposto podemos concluir, com efeito, que as principais características que distinguem as ECR das EFB prendem-se com a antiguidade, a actividade económica, a dimensão, o estágio de desenvolvimento actual e o grau de inovação tecnológica.

⁴⁴⁹ APCRI, *Estudo para avaliação...*, p. 12.

⁴⁵⁰ Nesta questão, as inquiridas escolheram simultaneamente várias opções, pelo que a soma das percentagens é superior a 100%. Em cada opção está representada a percentagem de empresas que a assinalou.

Uma vez conhecido o perfil das empresas que apenas recorreram ao capital de risco e das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário, iremos, seguidamente, analisar os resultados relativos à experiência do financiamento obtido por estas empresas.

1.2. A experiência das empresas sobre o financiamento

Neste ponto do trabalho analisaremos os resultados alcançados na segunda e na terceira partes do questionário, mais concretamente as questões que são comuns ao capital de risco e ao financiamento bancário. Observaremos a experiência das ECR e a das EFB relativamente ao financiamento.

A primeira questão teve como finalidade conhecer se, antes de efectuarem a sua escolha final pelo capital de risco – no caso das ECR – ou pelo financiamento bancário – no caso das EFB – estas empresas optaram por outras fontes de financiamento.

Grande parte das empresas que apenas recorreram ao capital de risco respondeu que este instrumento de financiamento foi a sua primeira opção. Apenas uma revelou que recorreu, em primeiro lugar, aos fundos próprios. Todas as empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário afirmaram que o referido instrumento foi a sua primeira opção. Desconhecemos as motivações das empresas e se avaliaram a viabilidade de outras formas de financiamento, pelo que será proveitoso analisar esta questão, num estudo futuro.

Seguidamente, as participantes foram abordadas acerca das dificuldades que enfrentaram na obtenção do financiamento. Requereu-se que indicassem, numa escala de 1 a 10 – em que 1 significava muito elevado e 10 muito baixo – o grau de dificuldade enfrentado para obterem o financiamento. O quadro 9 demonstra o significado atribuído à escala de 1 a 10.

Quadro 9 – Escala relativa ao grau de dificuldade e seu significado

Grau de dificuldade	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Significado	Muito elevado		Elevado		Médio		Baixo		Muito baixo	

Pela análise dos quadros 10 e 11, observamos que 62,5% das ECR consideraram que o grau de dificuldade na obtenção do financiamento através do capital de risco foi baixo ou muito baixo. Idêntica situação se verifica nas EFB, pois 50% destas empresas indicaram os mesmos graus de dificuldade. Constatamos, com efeito, que há similitude entre os dois instrumentos. Porém, com o actual aumento de restrições à concessão de crédito e de barreiras colocadas às empresas por parte das entidades bancárias, será de analisar, no futuro, se não haverá alguma alteração quanto a esta similitude entre os instrumentos, esperando-se que o capital de risco seja uma alternativa de financiamento com acesso cada vez mais fácil para as empresas. Também será importante ter em conta não só a antiguidade das EFB, mas também quando obtiveram o crédito bancário, pois poderão ter recorrido ao referido instrumento, não nos últimos anos, mas numa altura em que o acesso ao crédito era fácil e menos dispendioso.

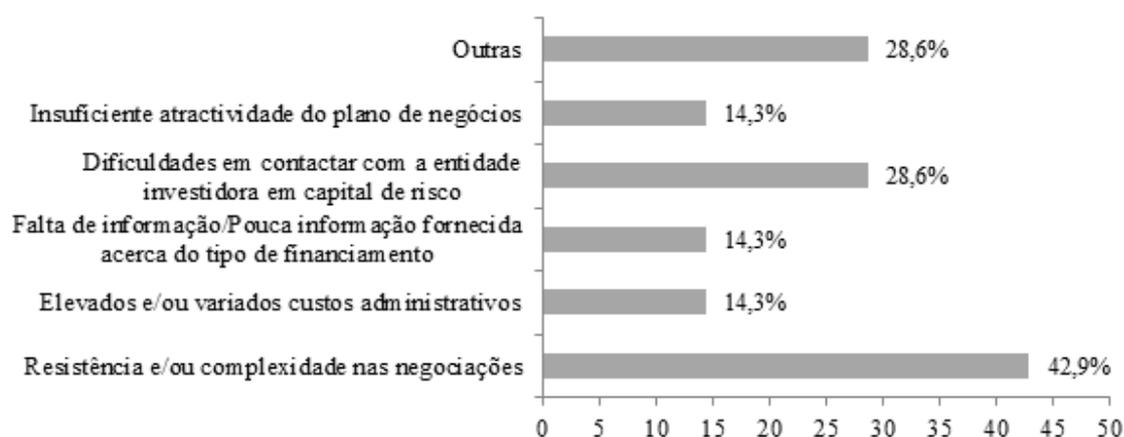
Quadros 10 e 11 – Grau de dificuldade na obtenção de financiamento

Grau	Frequência (ECR)	Percentagem das ECR %
1	1	12,5
2	-	-
3	-	-
4	1	12,5
5	1	12,5
6	-	-
7	2	25
8	1	12,5
9	2	25
10	-	-
Total	8	100

Grau	Frequência (EFB)	Percentagem das EFB %
1	-	-
2	-	-
3	1	10
4	2	20
5	1	10
6	1	10
7	2	20
8	1	10
9	1	10
10	1	10
Total	10	100

Avaliado o grau de dificuldade, solicitámos que as inquiridas assinalassem o tipo de dificuldades enfrentadas na obtenção do financiamento⁴⁵¹. Pela observação da figura 12, verificamos que, para as ECR, a dificuldade mais experienciada foi a resistência e/ou complexidade nas negociações. O resultado relativo a esta dificuldade é o esperado, dado que o processo de negociação é, não raras as vezes, gerador de dissensões. Em segundo plano, estas empresas afirmam ter sentido dificuldades em contactar com a entidade investidora⁴⁵². Salienta-se que apenas uma das inquiridas assinalou, como dificuldade, a insuficiente atractividade do plano de negócios. Assim sendo, este resultado sugere que, as empresas que se candidataram ao capital de risco, apresentaram planos de negócios atractivos.

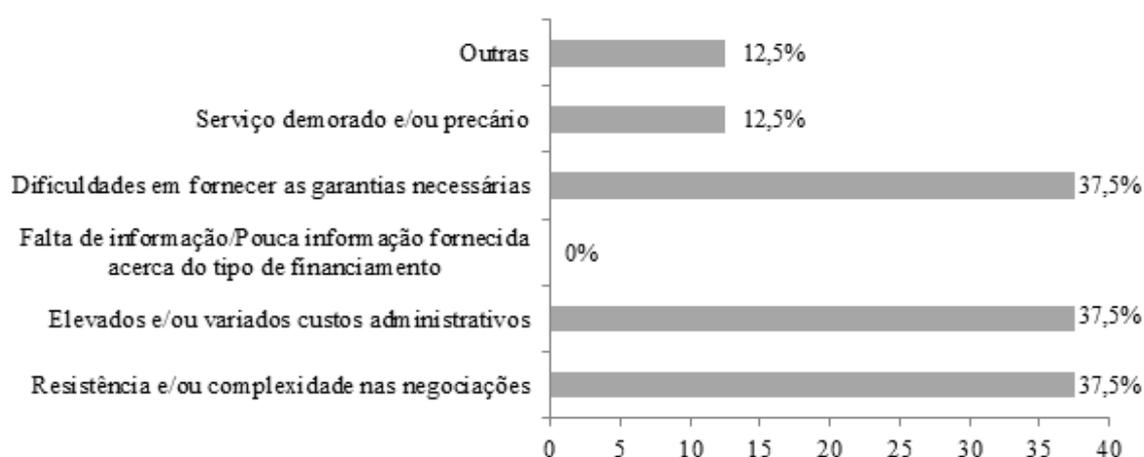
Figura 12 – Dificuldades enfrentadas pelas ECR na obtenção do financiamento



De acordo com a figura 13, as principais dificuldades que as EFB defrontaram foram: resistência e/ou complexidade nas negociações; elevados e/ou variados custos administrativos e dificuldades em fornecer as garantias necessárias. Os resultados apresentados correspondem aos esperados.

⁴⁵¹ Nesta questão, as inquiridas escolheram simultaneamente várias opções, pelo que a soma das percentagens é superior a 100%. Em cada opção está representada a percentagem de empresas que a assinalou.

⁴⁵² Igualmente em segundo lugar, as ECR optaram por “outra” dificuldade. Na verdade, as empresas que assinalaram esta opção indicaram não terem enfrentado nenhuma dificuldade.

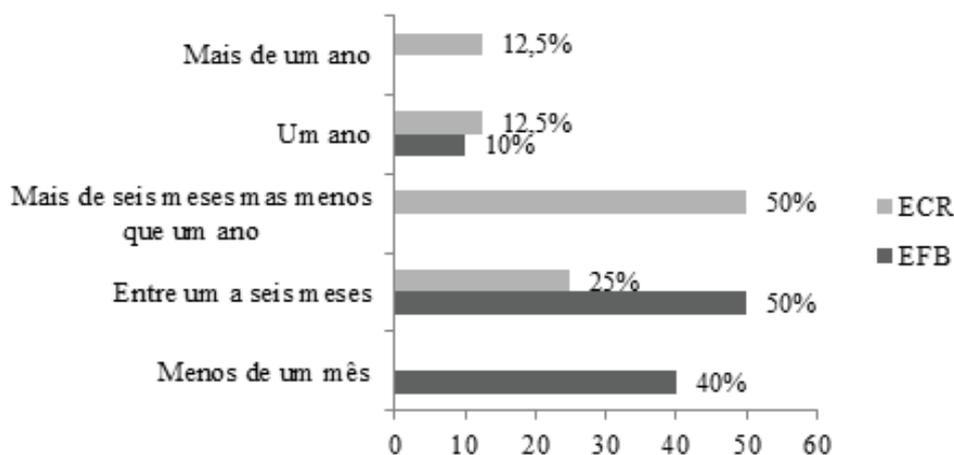
Figura 13 – Dificuldades enfrentadas pelas EFB na obtenção do financiamento

Após os obstáculos enfrentados pelas empresas em análise, observou-se o tempo decorrido desde o primeiro contacto com a entidade investidora até à efectiva realização do investimento. Pela análise da figura 14, verificamos que metade das ECR esperou mais de seis meses, mas menos que um ano, para a realização do investimento, ao passo que metade das EFB aguardou entre um a seis meses. Importa sublinhar que 40% das EFB indicou que a realização do investimento ocorreu em menos de um mês.

Face ao exposto, podemos concluir que os resultados apontam para que a obtenção de financiamento através de capital de risco seja mais demorada do que através do crédito bancário.

Confrontando este resultado com o que ficou supra mencionado a propósito das dificuldades enfrentadas, depreendemos que uma das causas para esta morosidade poderá estar relacionada com a dificuldade sentida em contactar a entidade investidora em capital de risco. Também o tipo de entidade a que recorreram poderá não ser causa alheia a este resultado.

Figura 14 – Tempo decorrido desde o primeiro contacto com a entidade investidora até à realização do investimento

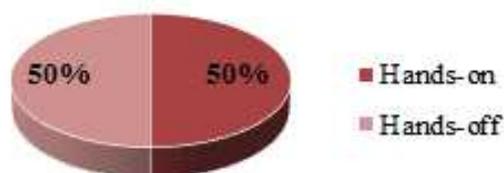
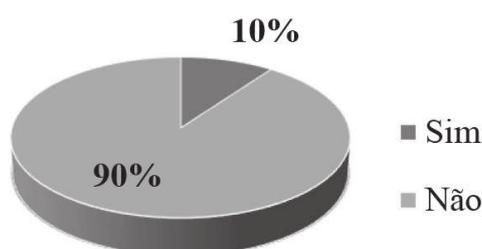


A experiência do financiamento passa também pela intervenção da entidade financiadora na gestão da empresa. Recorde-se que o capitalista de risco pode ou não intervir na gestão. No primeiro caso, terá uma atitude *hands-on* e no segundo, uma atitude *hands-off*.

O estudo realizado pela APCRI, demonstra que a intervenção das SCR inquiridas nas empresas participadas “materializa-se em 63% dos casos por via de um administrador ou gerente não executivo”⁴⁵³. Nesta matéria, o estudo realça, ainda, que em 25% dos casos não existe qualquer intervenção na gestão. Estes resultados diferem dos que obtivemos. No nosso inquérito, aferimos, pela análise da figura 15, que as ECR se distribuem de forma igual entre as duas possibilidades de resposta (*hands-on* e *hands-off*). Quanto às EFB, a figura 16 evidencia que 90% respondeu que a entidade bancária não intervé na gestão⁴⁵⁴.

⁴⁵³ APCRI, *Estudo para a avaliação...*, p. 9.

⁴⁵⁴ Posteriormente a esta abordagem, questionámos as empresas acerca da relação entre o empreendedor e a entidade investidora. A maioria das inquiridas respondeu positivamente, afirmando que a relação é muito boa (62,5%), no caso das ECR, e boa (55,5%), no caso das EFB.

Figura 15 – Intervenção do capitalista de risco na gestão das ECR**Figura 16** – Intervenção da entidade bancária na gestão das EFB

A intervenção na gestão e a relação com a entidade financiadora pode revelar-se uma mais-valia para a empresa. Porém, também pode acarretar alguns custos e desvantagens. Neste sentido, procurámos analisar quais os custos e os benefícios que as empresas consideram que advêm da relação empreendedor-entidade financiadora⁴⁵⁵.

A figura 17 mostra-nos os custos e os benefícios assinalados pelas empresas que apenas recorreram ao capital de risco. Da sua observação, verificamos que nenhuma destas empresas considerou, como custo, a perda de autonomia na direcção ou gestão da empresa. Este resultado revela-se interessante, podendo aludir que a autonomia do empreendedor não fica prejudicada pela qualidade da relação que possui com o capitalista de risco. Os custos que assinalaram prendem-se, sobretudo, com a tomada de decisão. Deste modo, as ECR entendem que a relação entre o empreendedor e o capitalista de risco torna a decisão morosa (57,1%) e mais difícil (28,6%). A impossibilidade de usufruir da totalidade dos ganhos da empresa representa 28,6% das respostas assinaladas⁴⁵⁶. No entanto, esperava-se que este custo apresentasse uma per-

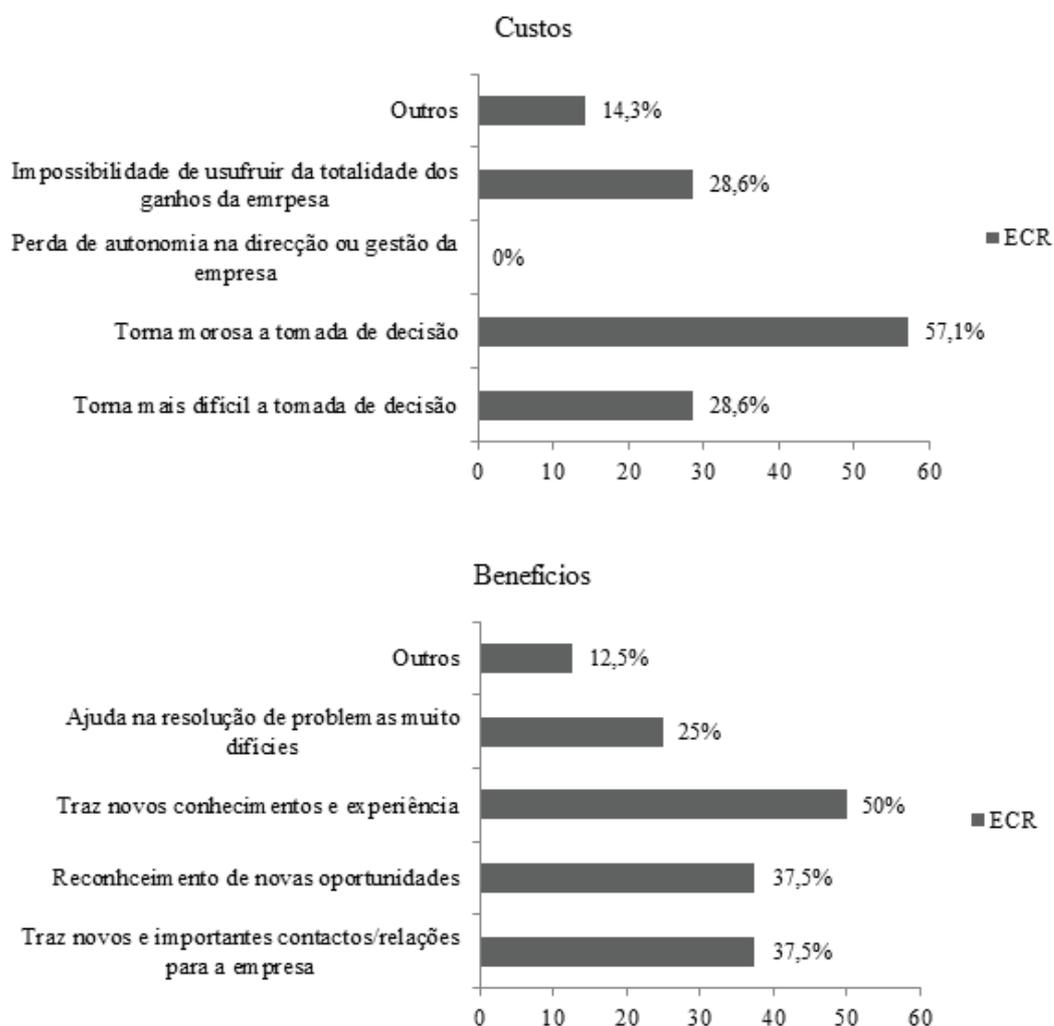
⁴⁵⁵ Nesta questão, as inquiridas escolheram simultaneamente várias opções, pelo que a soma das percentagens é superior a 100%. Em cada opção está representada a percentagem de empresas que a assinalou.

⁴⁵⁶ Uma das ECR assinalou a opção “outros”, indicando, na linha disponibilizada, “ nenhuns”.

centagem mais elevada, dado que o investimento em capital de risco prevê a cedência de uma participação no capital social da empresa.

No que concerne aos benefícios, 50% das ECR entende que o capitalista de risco traz novos conhecimentos e experiência, revelando-se, então, uma mais-valia para estas empresas. As ECR também assumem que a relação estabelecida entre eles traz novos e importantes contactos/relações para empresa e permite o reconhecimento de novas oportunidades. Em menor percentagem, consideram que auxilia na resolução de problemas muito difíceis⁴⁵⁷.

Figura 17 – Custos e benefícios resultantes da relação empreendedor-capitalista de risco

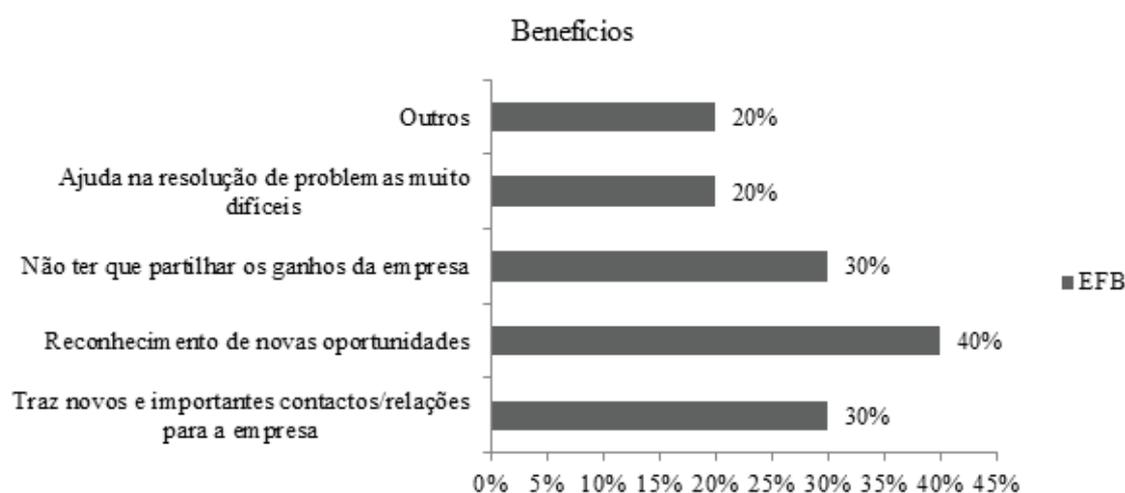


⁴⁵⁷ Também em menor percentagem está a opção “outros”, tendo a empresa indicado, na linha disponibilizada, “mais capital para o investidor”.

A figura 18 demonstra os custos e benefícios da relação empreendedor-entidade bancária, indicados pelas EFB. Verificamos, pela sua análise, que grande parte destas empresas assinalou, como custo, prestar garantias patrimoniais e/ou pessoais. De facto, este é um aspecto negativo do financiamento bancário e reflecte um custo bastante elevado não só para as empresas mas para os próprios empreendedores que, em muitos casos, têm de prestar garantias pessoais para assegurar a concessão do crédito. As EFB consideram que apresentar informações específicas acerca da empresa também se traduz num custo. No que toca à morosidade na tomada de decisão, apenas algumas (20%) a consideram como um custo, contrariamente ao sucedido nas ECR.

Quanto aos benefícios, os mais assinalados pelas EFB foram: reconhecimento de novas oportunidades (40%); novos e importantes contactos/relações para a empresa (30%); e não ter que partilhar os ganhos da empresa (30%). Apenas algumas (20%) indicaram como benefício a ajuda na resolução de problemas muito difíceis. Na opção “outros”, as empresas apontaram como benefícios o acesso a capital e a resolução de problemas de tesouraria. Este último poder-se-ia enquadrar no benefício respeitante à ajuda na resolução de problemas muito difíceis.

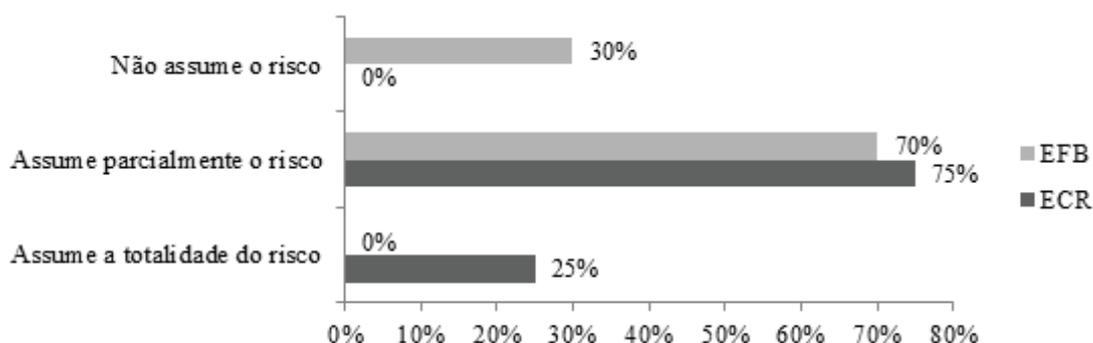
Figura 18 – Custos e benefícios resultantes da relação empreendedor-entidade bancária



As empresas participantes foram questionadas sobre a participação da entidade financiadora face ao risco, às perdas, aos ganhos e aos negócios⁴⁵⁸. No que diz respeito ao risco, nenhuma das ECR considera que o capitalista de risco não assume o risco. O resultado não surpreende, uma vez que o instrumento em causa pressupõe, efectivamente, que o capitalista de risco assuma, pelo menos, o risco do investimento. A figura 19 evidencia que 75% das ECR entende que o capitalista de risco assume parcialmente o risco e 25% entende que o assume na sua totalidade.

De acordo com a mesma figura, uma percentagem significativa de EFB considera que a entidade bancária assume parcialmente o risco. Apenas 30% entendeu que a entidade bancária não assume o risco.

Figura 19 – Considerações acerca da participação no risco por parte da entidade financiadora



Relativamente à participação nas perdas, o quadro 12 indica-nos que todas as ECR afirmam que o capitalista de risco assume ambos as perdas e os ganhos. Porém, parece que esta participação não é suficiente para o considerarem um verdadeiro parceiro de negócios. Conforme o mesmo quadro, verifica-se que apenas uma diminuta percentagem de ECR assim o considera. Face a estes resultados, será interessante analisar, no futuro, quais as motivações que levam as empresas a não considerarem que o capitalista de risco é um verdadeiro parceiro de negócios.

⁴⁵⁸ Nesta questão, as inquiridas escolheram simultaneamente várias opções, pelo que a soma das percentagens é superior a 100%. Em cada opção está representada a percentagem de empresas que a assinalou.

Quadro 12 – Considerações sobre a participação do capitalista de risco nas perdas, nos ganhos e nos negócios

	Sim	Não
Participa nas perdas	100%	0%
Participa nos ganhos	100%	0%
É um verdadeiro parceiro de negócios	25%	50%

Pela análise do quadro 13, constatamos que nenhuma das EFB se pronunciou afirmativamente, no que toca à participação da entidade bancária nas perdas. Contudo, 60% considera que esta não participa nas perdas. Relativamente aos ganhos, 50% das EFB negam que a entidade bancária participa nos ganhos, ao passo que 30% considera que sim. As empresas em análise, têm opiniões divergentes no que diz respeito a considerar a entidade bancária como um verdadeiro parceiro de negócios. Assim, 35% entende que é um verdadeiro parceiro de negócios e 30% considera o contrário.

Quadro 13 – Considerações sobre a participação da entidade bancária nas perdas, nos ganhos e nos negócios

	Sim	Não
Participa nas perdas	0%	60%
Participa nos ganhos	30%	50%
É um verdadeiro parceiro de negócios	35%	30%

1.2.1. Experiências de financiamento exclusivas das empresas que apenas recorreram ao capital de risco

Neste ponto observaremos, de forma breve, a experiência de financiamento próprias das empresas que recorreram apenas ao capital de risco. A análise dos resultados reporta-se, então, aos aspectos que não são directamente comparáveis com a experiência das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário.

No que concerne à fase de desenvolvimento em que as ECR receberam o investimento, verificamos, através do quadro 14, que a maioria destas empresas encontrava-se numa fase inicial. Assim, 62,5% das ECR são *start-ups* e caracterizam-se por serem empresas jovens.

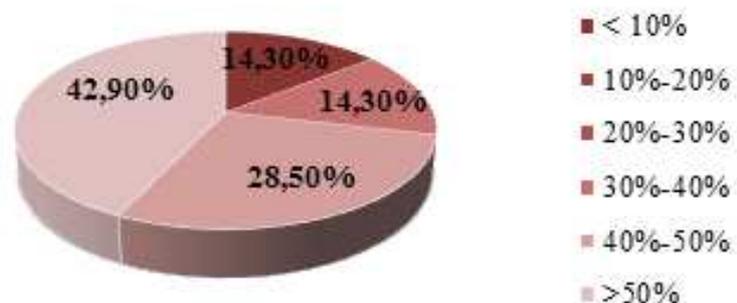
Quadro 14 – Fases de desenvolvimento das ECR aquando do investimento em capital de risco

Fases de desenvolvimento	Frequência	Percentagem de ECR
<i>Seed Capital</i>	1	12,5%
<i>Start-up</i>	5	62,5%
<i>Other early stage</i>	1	12,5%
Expansão	-	-
<i>Replacement equity</i>	-	-
<i>Management Buy-in</i>	-	-
<i>Management Buy-out</i>	-	-
<i>Buy-in Management Buy-out</i>	-	-
Outro	1	12,5%

O primeiro contacto efectuado no sentido de obterem o investimento em capital de risco, foi estabelecido, sobretudo, com *business angels* (37,5%) e com Sociedades de Capital de Risco (37,5%). Não obstante, as ECR também estabeleceram o seu primeiro contacto com intermediários (12,5%) e ainda com um consultor em capital de risco (12,5%)⁴⁵⁹.

O investimento em capital de risco ocorre mediante a cedência de uma participação no capital social da empresa. Assim, questionámos as ECR sobre a percentagem de capital que o capitalista de risco e que elas próprias possuíam na empresa. Pela observação da figura 20, constata-se que a maioria das ECR possui uma percentagem de capital inferior a 50%. Deste modo, a participação dos capitalistas de risco na maioria das ECR é superior a 50%.

⁴⁵⁹ A resposta “consultor em capital de risco” corresponde à indicação fornecida na opção “outro”.

Figura 20 – Percentagens de capital detidas pelas ECR

Relativamente à intervenção do capitalista de risco na gestão (*atitude hands-on*), procurámos conhecer o grau de importância que as ECR atribuíam a esta intervenção. Assim, solicitámos às empresas que classificassem de 1 a 10 – em que 1 significava extremamente importante e 10 nada importante – o grau de importância na ingerência da gestão da empresa por parte do capitalista de risco. O quadro 15 mostra-nos o significado de cada grau.

Quadro 15 – Escala do grau de importância na ingerência da gestão da empresa por parte do capitalista de risco e sua importância

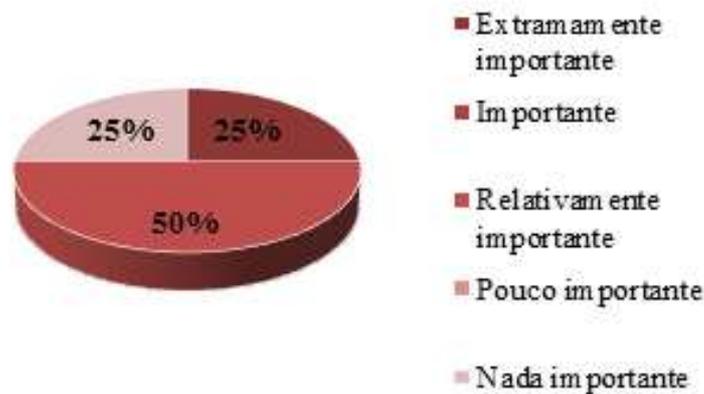
Grau de importância	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Significado	Extremamente importante		Importante		Relativamente importante		Pouco importante		Nada importante	

Pela análise do quadro 16 e da figura 21, observamos que 50% das referidas empresas entendem que a intervenção do capitalista de risco na gestão é relativamente importante. A outra metade divide-se entre considerar extremamente importante e nada importante. Também pretendemos conhecer se esta intervenção trouxe ou não melhorias significativas para a qualidade da equipa de gestão destas empresas. Cerca de 66,7% das empresas respondeu pela negativa, ao passo que as restantes responderam pela afirmativa. Estes resultados poderão sugerir que a intervenção do capitalista de risco na ges-

tão de empresa não beneficia mas também não prejudica a gestão empresas. No entanto, de futuro, será interessante questionar se a intervenção trouxe mudanças para pior ou se em nada alterou a qualidade da equipa de gestão.

Quadro 16 e Figura 21 – A ingerência do capitalista de risco na gestão das ECR e sua importância

Grau de importância	1	2	3	4	5	6	7	9	10
Percentagem de respostas	-	25%	-	-	25%	25%	-	25%	-



1.2.2. Experiências de financiamento exclusivas das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário

As EFB recorreram ao financiamento bancário em diversas fases de desenvolvimento. Deste modo, de acordo com o quadro 17, as fases mais assinaladas foram a de crescimento (70%) e a de expansão (60%)⁴⁶⁰.

⁴⁶⁰ Uma vez que as inquiridas escolheram simultaneamente várias opções, a soma das percentagens é superior a 100%. Em cada opção está representada a percentagem de empresas que a assinalou.

Quadro 17 – Fases de desenvolvimento em que as EFB se encontravam aquando do recurso ao financiamento bancário

Fase de desenvolvimento	Frequência	Percentagem de EFB
Arranque	2	20%
Crescimento	7	70%
Expansão	6	60%
Maturidade / Consolidação	2	10%
Manutenção da posição adquirida	2	20%

Quanto ao tipo de financiamento bancário a que recorreram, assinalaram, também em simultâneo, diversas opções. Pela observação do quadro 18, verificamos que recorreram a todos os instrumentos de financiamento bancário indicados⁴⁶¹, sendo o mais frequente, o empréstimo bancário de curto prazo. O *leasing* foi o segundo mais frequente, seguindo-se os empréstimos bancários de médio e longo prazo. De um modo geral, os resultados indiciam que, no recurso ao financiamento bancário, os empréstimos bancários são os mais procurados pelas empresas.

Quadro 18 – Tipos de financiamento bancário a que as EFB recorreram

Tipo de financiamento bancário	Frequência	Percentagem de EFB
Empréstimo bancário de curto prazo	8	80%
Empréstimo bancário de médio prazo	5	50%
Empréstimo bancário de longo prazo	5	50%
Desconto bancário (por exemplo: letras, livranças)	4	40%
<i>Leasing</i>	6	60%
<i>Factoring</i>	2	20%
Garantias bancárias (por exemplo: fiança, aval)	2	20%
Outro	0	0%

⁴⁶¹ Como as inquiridas escolheram simultaneamente várias opções, a soma das percentagens é superior a 100%. Em cada opção está representada a percentagem de empresas que a assinalou.

Por fim, no que toca à presença da instituição bancária na empresa, 80% das EFB consideraram que a instituição participa activamente na empresa, ajudando quando necessário. Assim, apesar de na maior parte destas empresas a entidade bancária não intervir na gestão, ela não deixa de participar e auxiliar a empresa que tenha recorrido ao financiamento bancário.

1.3. A atractividade do capital de risco e do financiamento bancário

Após as empresas inquiridas terem revelado as suas considerações acerca da experiência do financiamento, foram questionadas sobre a atractividade do capital de risco ou do financiamento (crédito) bancário, consoante a parte do questionário a que responderam⁴⁶². As inquiridas teriam de classificar o grau de atractividade segundo uma escala de um 1 a 10, em que 1 significava muito atractivo e 10 nada atractivo, conforme se pode observar no quadro 19.

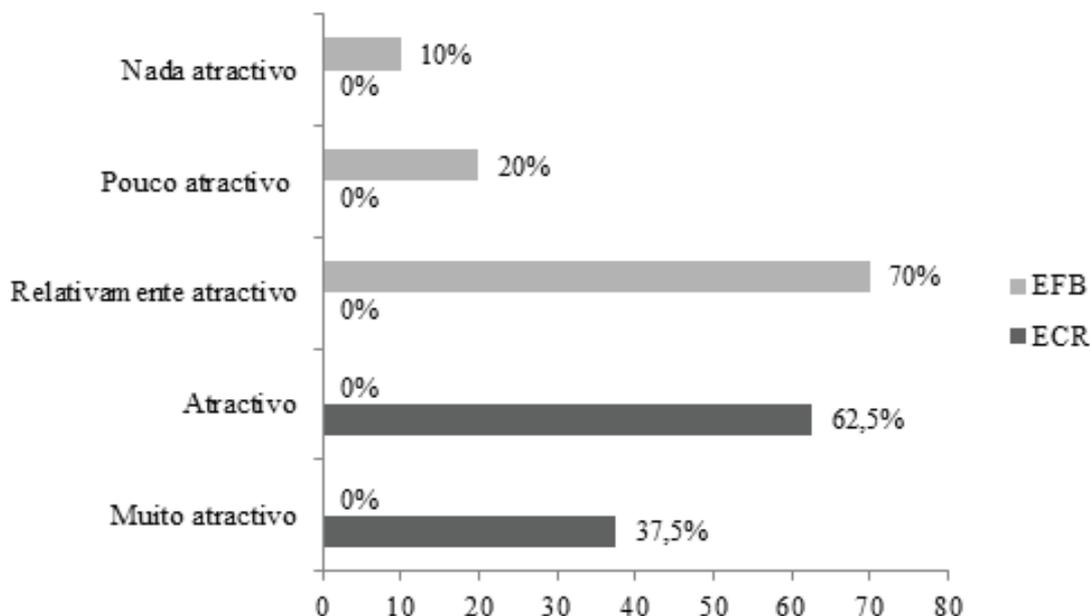
Quadro 19 – Escala do grau de atractividade e seu significado

Grau de atractividade	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Significado	Muito atractivo		Atractivo		Relativamente atractivo		Pouco atractivo		Nada atractivo	

De acordo com a figura 22 e o quadro 20 (Anexo A, Quadro 20), 62,5% das ECR considera que o capital de risco é um instrumento atractivo para as PME. As restantes empresas entendem que é muito atractivo. Assim, poderemos inferir que os resultados relativos à atractividade do capital de risco são claramente positivos.

⁴⁶² Ainda antes desta questão, solicitámos às inquiridas que classificassem o grau de sucesso da concretização do seu projecto entre muito bom, bom, razoável e mau. A maior parte (75%) das empresas cujo projecto foi financiado através de capital de risco atribuiu a classificação de bom. O mesmo se verifica para as empresas cujo projecto foi financiado através do crédito bancário, em que a maior parte (88,9%) considerou que o grau de sucesso foi bom.

Figura 22 – Grau de atractividade do capital de risco, para as ECR, e do financiamento (crédito) bancário, para as EFB



As EFB mostram-se mais reticentes no que toca à atractividade do crédito bancário, enquanto fonte de financiamento para as PME. Pela observação da figura 22 e do quadro 21 (Anexo A, Quadro 21), verificamos que 70% das EFB considera que o crédito bancário é um instrumento relativamente atractivo. A figura 22 também nos demonstra que 20% destas empresas atribuiu a classificação de “pouco atractivo” e apenas 10% classificou de “nada atractivo”.

Para além do grau de atractividade, as empresas participantes também foram questionadas sobre a atractividade de alguns aspectos relacionados com capital de risco ou o financiamento bancário. As inquiridas que apenas recorreram ao capital de risco tiveram que classificar a atractividade quanto aos aspectos relativos aos custos de negociação e de projecto; às garantias; aos encargos fixos; aos acordos-parassociais; ao plano de negócios e, por fim, ao desinvestimento. As empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário pronunciaram-se acerca da atractividade dos três primeiros aspectos supra mencionados e, ainda, sobre a abertura de conta; a oferta dos instrumentos bancários; as participações sociais e a resolução de problemas

de tesouraria. A classificação a atribuir correspondia à mesma indicada no quadro 19.

Nos que diz respeito aos custos de negociação e implementação do projecto, e conforme se pode observar no quadro 22, 25% das ECR considerou que o facto de estes custos serem reduzidos é um aspecto atractivo, sendo que 25% entende que é muito atractivo. O facto de o capital de risco ser um instrumento de financiamento que não requer a prestação de garantias, é, na opinião maioritária destas inquiridas, um aspecto muito atractivo. O capital de risco também é um tipo de financiamento que não acarreta encargos fixos, como por exemplo os juros. Na opinião das ECR, este aspecto tanto é muito atractivo (37,5%), como atractivo (37,5%). Uma percentagem diminuta considera-o relativamente atractivo (12,5%) e nada atractivo (12,5%).

Quanto ao plano de negócios, verificamos que 37,5% das empresas que apenas recorreram ao capital de risco são da opinião de que a elaboração de um plano de negócios que capte a atenção da entidade investidora em capital de risco é um aspecto muito atractivo. O resultado sugere que o plano de negócios pode não constituir um factor de retracção aquando da opção de financiamento.

Relativamente às possíveis dificuldades na fase de desinvestimento, 37,5% das ECR consideram que este é um aspecto “nada atractivo”. Todavia, igualmente 37,5% entende que este aspecto é relativamente atractivo. Apesar de os resultados não estarem distantes dos esperados, as expectativas recaíam sobre uma percentagem mais significativa de empresas que considerassem as possíveis dificuldades na fase de desinvestimento pouco ou nada atractivas.

Quadro 22 – Aspectos relativos ao capital de risco e sua atractividade

Grau de atractividade	Aspectos relativos ao capital de risco					
	a)	b)	c)	d)	e)	f)
1	25 %	37,5%	25%	-	12,5%	-
2	-	25%	12,5%	12,5%	25%	12,5%
3	-	12,5%	12,5%	25%	12,5%	-
4	25%	12,5%	25%	12,5%	12,5%	12,5%
5	25%	-	12,5%	25%	25%	25%
6	12,5%	12,5%	-	12,5%	-	12,5%
7	-	-	-	-	12,5%	-
8	12,5%	-	-	12,5%	-	-
9	-	-	-	-	-	37,5%
10	-	-	12,5%	-	-	-
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Legenda:

- a) Reduzidos custos de negociação e implementação do projecto
- b) Não ter que prestar garantias
- c) Não ter encargos fixos (por exemplo: juros)
- d) Possibilidade de efectuar acordos-parassociais / Acordar termos e condições
- e) Elaborar um plano de negócios que capte a atenção da entidade investidora em capital de risco
- f) Possíveis dificuldades na fase de desinvestimento

No que concerne aos acordos-parassociais solicitámos às inquiridas que indicassem o grau de atractividade relativo à possibilidade de se efectuarem estes acordos. Conforme o quadro 22, 37,5% das ECR classificou este aspecto de “atractivo” e, em igual percentagem, de “relativamente atractivo”. Os resultados apresentados não são os esperados. Os acordos-parassociais caracterizam-se pela sua complexidade⁴⁶³ e pela possível conflitualidade, pelo que eram esperados resultados que fossem claramente indicadores da sua pouca atractividade. É possível que as empresas considerem que estas características negativas não superam os benefícios que os acordos-parassociais lhes trazem. De futuro, valerá a pena interrogar as empresas sobre quais os aspectos que consideram atractivos nos acordos-parassociais.

⁴⁶³ BANHA, Francisco, *Capital de risco – Os tempos...*, p.115.

Diferentemente do capital de risco, o financiamento (crédito) bancário é um instrumento que implica maiores custos de negociação e implementação do projecto. Em muitos casos, também implica o pagamento de encargos fixos e requer que se prestem garantias. Quanto aos custos, 30% das EFB tanto entendem que este é um aspecto pouco atractivo como o acham relativamente atractivo. Realça-se que 20% das EFB consideram que os elevados custos de negociação e implementação do projecto não são nada atractivos. No que toca ao facto do financiamento bancário requerer que se prestem garantias e implicar encargos fixos, as opiniões das EFB são contraditórias. Verificamos, pela análise do quadro 23, que 30% é da opinião de que estes aspectos são atractivos e outras 30% considera que são pouco atractivos. Contudo, podemos observar que a opinião pesa mais pela não atractividade do que pela atractividade, uma vez que 20% das EFB entende que não são nada atractivos e apenas 10% considera serem muito atractivos.

Quadro 23 – Aspectos relativos ao financiamento bancário e sua atractividade

Grau de atractividade	Aspectos relativos ao financiamento bancário					
	a)	b)	c)	d)	e)	f)
1			10%	20%	50%	10%
2	10%	10%	10%	10%		30%
3		20%	20%	10%	10%	30%
4	10%	10%	10%	10%		
5	20%	10%	40%	40%	30%	30%
6	10%					
7	10%	10%				
8	20%	20%	10%	10%		
9						
10	20%	20%			10%	
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Legenda:

- a) Elevados custos de negociação e implementação do projecto;
- b) Ter que prestar garantias e/ou ter encargos fixos (por exemplo: juros);
- c) Ter que abrir conta na instituição bancária;
- d) Haver vários instrumentos bancários disponíveis;
- e) Não ter que ceder participações sociais;
- f) Resolução imediata dos problemas de tesouraria.

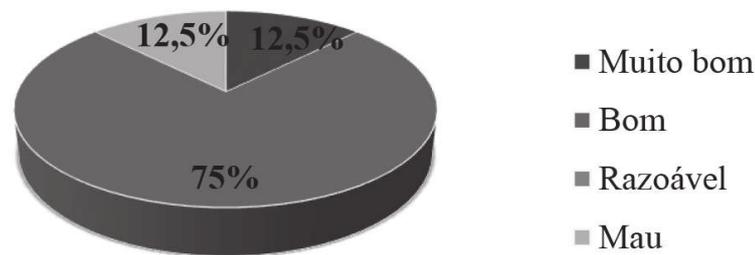
No que concerne à abertura de conta, 40% das EFB entendem que é um elemento relativamente atractivo. Observamos, também, que 30% considera-o atractivo e 20% classifica-o de “muito atractivo”. Quanto à disponibilidade de vários instrumentos bancários, 40% das EFB indicou que este é um aspecto “relativamente atractivo”. A classificação de “muito atractivo” foi atribuída aos seguintes aspectos: “não ter que ceder participações sociais” e “resolução imediata dos problemas de tesouraria”. O primeiro foi considerado por metade das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário. O segundo também mereceu aquela classificação por 40% das empresas, que juntando a 30% de empresas que entendem ser um aspecto atractivo do financiamento bancário, perfaz uma percentagem significativa de empresas. Os resultados correspondem aos esperados.

De um modo geral, poder-se-á inferir que os aspectos menos atraentes no financiamento bancário são os elevados custos de negociação e implementação do projecto, ao passo que os mais atractivos são, claramente, o facto de não ter que se ceder participações sociais e a resolução, de forma rápida, de problemas de tesouraria.

1.4. O grau de sucesso do projecto

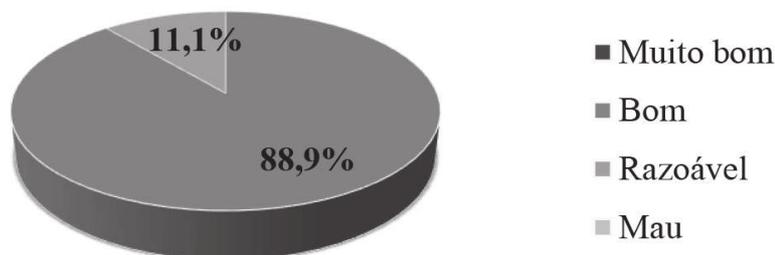
As empresas inquiridas foram questionadas sobre o grau de sucesso na concretização do projecto. As empresas teriam que atribuir a seguinte classificação: “muito bom”, “bom”, “razoável” e “mau”. A grande maioria das empresas que apenas recorreram ao capital de risco, classificaram o grau de sucesso do projecto como “bom” (Figura 23). Pela figura 23, verifica-se que 12,5% das ECR classificaram-no como “muito bom” e outras 12,5% como “mau”.

Figura 23 – Grau de sucesso na concretização do projecto financiado através de capital de risco



No caso das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário, os resultados são semelhantes. Constata-se pela figura 24, que a grande maioria das EFB alcançaram um bom grau de sucesso na concretização do projecto. Apenas uma percentagem diminuta destas empresas, classificou-o como “razoável”.

Figura 24 – Grau de sucesso na concretização do projecto financiado através de crédito bancário



Os resultados sugerem que, tanto o projecto seja financiado com capital de risco, como com crédito bancário, o grau de sucesso na sua concretização será bom.

1.5. O impacto do capital de risco e do financiamento bancário

Descortinado o grau de atractividade, os aspectos mais atractivos dos instrumentos de financiamento em análise e o grau de sucesso, observaremos, de seguida, algumas opiniões relativas a elementos conexos ao capital de risco e

ao financiamento bancário e também sobre o impacto económico destes instrumentos nas empresas. A classificação utilizada (Quadro 24) compreende a escala de 1 a 10, em que 1 significa “concordo absolutamente” e 10 significa “discordo totalmente”.

Quadro 24 – Escala de concordância e seu significado

Opinião	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Significado	Concordo absolutamente		Concordo		Não concordo nem discordo		Discordo		Discordo totalmente	

Pela análise dos quadros 25 e 26, observamos que tanto as ECR (50%) como as EFB (30%) discordam totalmente que uma empresa apenas deve ser financiada através do capital de risco ou do financiamento bancário, respectivamente, em *ultima ratio* e/ou quando se esgotaram todas as outras possibilidades de financiamento. Contudo, sublinhe-se que igual percentagem (30%) de EFB não concorda nem discorda com este aspecto.

Quadro 25 – Opiniões relativas a aspectos conexos com o capital de risco

		Aspectos conexos com o capital de risco						
		a)	b)	c)	d)	e)	f) ¹	g) ²
Grau de concordância	Concordo absolutamente	12,5%	12,5%	12,5%	25%	50%	-	-
	Concordo	12,5%	62,5%	25%	25%	-	28,6%	28,6%
	Não concordo nem discordo	12,5%	12,5%	37,5%	37,5%	37,5%	57,1%	57,1%
	Discordo	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	14,3%	14,3%
	Discordo totalmente	50%	-	-	-	-	-	-

Legenda:

- a) Uma empresa apenas deve ser financiada através de capital de risco, em *ultima ratio* e/ou quando se esgotaram todas as outras possibilidades de financiamento;
- b) O capital de risco é um instrumento essencial ao desenvolvimento das empresas, sobretudo das PME;
- c) O capital de risco é de difícil acesso;

- d) O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu a internacionalização/expansão da empresa;
- e) O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de emprego da empresa;
- f) O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de vendas;
- g) O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de exportações.

Quadro 26 – Opiniões relativas a aspectos conexos com o financiamento bancário

		Aspectos conexos com o financiamento bancário						
		a)	b)	c)	d)	e)	f)	g)
Grau de concordância	Concordo absolutamente	20%	70%	30%	40%	20%	40%	30%
	Concordo	-	30%	20%	20%	20%	20%	20%
	Não concordo nem discordo	30%	-	40%	20%	30%	20%	10%
	Discordo	20%	-	-	-	-	-	-
	Discordo totalmente	30%	-	10%	20%	30%	20%	40%

Legenda:

- a) Uma empresa apenas deve recorrer ao financiamento bancário, em *ultima ratio* e/ou quando se esgotaram todas as outras possibilidades de financiamento;
- b) O financiamento bancário é um instrumento essencial ao desenvolvimento das empresas, sobretudo das PME;
- c) O financiamento bancário é de difícil acesso;
- d) O financiamento obtido através da instituição bancária permite/permitiu a internacionalização/expansão da empresa;
- e) O financiamento bancário permite/permitiu aumentar o volume de emprego da empresa;
- f) O financiamento bancário permite/permitiu aumentar o volume de vendas;
- g) O financiamento bancário permite/permitiu aumentar o volume de exportações.

No que concerne ao capital de risco enquanto instrumento essencial ao desenvolvimento das empresas, sobretudo das PME, as ECR apresentam opiniões com classificação diversificada. Não obstante, constate-se que a maioria (62,5%) das ECR concorda que este é um instrumento essencial. As EFB mostram opinião firme, concordando absolutamente, na sua grande maioria, que o financiamento bancário é um instrumento essencial ao desenvolvimento das empresas, sobretudo das PME.

Relativamente à acessibilidade do capital de risco, verificamos que 25% das ECR concorda que é um instrumento de difícil acesso e 12,5% concorda absolutamente com a afirmação. Apenas 12,5% discorda desta afirmação. Nas EFB a situação é semelhante, pois somente 10% discorda que o financiamento bancário seja de difícil acesso. Observamos que metade das EFB está de acordo com a afirmação, destacando-se que 30% desta metade concorda em absoluto. Apesar de terem indicado que não enfrentaram um grau de dificuldade elevado na obtenção de financiamento, constata-se, que em geral, as empresas consideram que o acesso ao financiamento, quer seja através de capital de risco quer seja através de financiamento bancário, é difícil para uma PME.

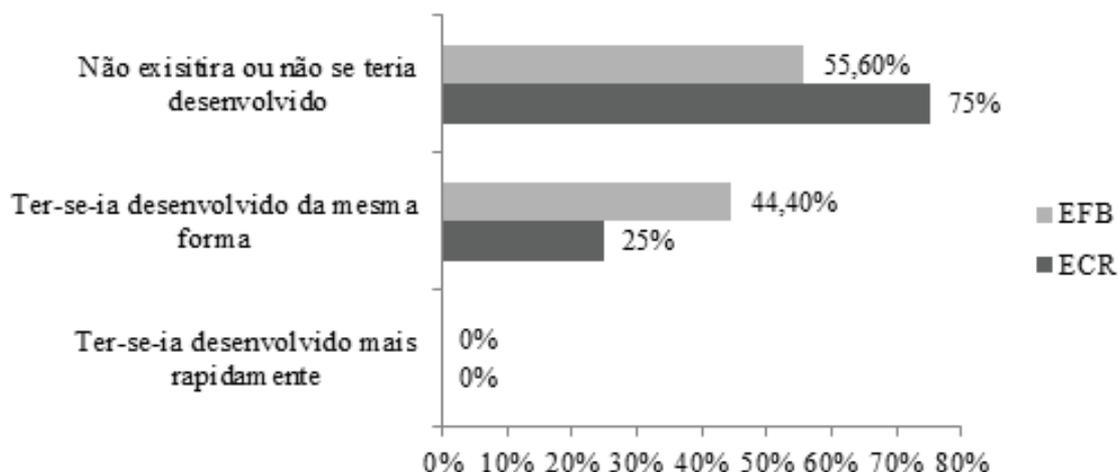
Pela observação do quadro 25, não se detecta uma maioria de ECR que associe o capital de risco ao aumento do volume de vendas e de exportações. Também não se encontrou uma maioria isolada que considerasse que o capital de risco possibilita a internacionalização ou expansão. Todavia, sublinhe-se que 25% das ECR está absolutamente de acordo que esta fonte de financiamento permite/permitiu a internacionalização ou expansão. Acresce que também 25% concorda com a afirmação. A opinião das ECR destaca-se, sobretudo, no que concerne à empregabilidade. Metade destas empresas concorda absolutamente que o capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de emprego.

O quadro 26 demonstra-nos que 40% das EFB são da opinião de que o financiamento obtido permite/permitiu a internacionalização ou expansão. Também 40% destas empresas entende que o financiamento bancário possibilita/possibilitou aumentar o volume de vendas. Verificamos, ainda, que 40% das EFB discorda totalmente que o financiamento bancário permite/permitiu aumentar o volume de exportações. Relativamente ao volume de emprego, as opiniões dividem-se: 30% entende que o financiamento bancário não afecta o volume de emprego e outras 30% discordam totalmente. Realça-se que 40% das EFB concorda que o financiamento bancário permitiu incrementar o volume de emprego, sendo que 20% delas concordam em absoluto.

As últimas questões do questionário pretenderam não só avaliar o impacto do capital de risco e do financiamento bancário na existência e no desenvolvimento de uma empresa, mas também conhecer as intenções das empresas em recorrer a outro tipo de financiamento.

Para concretizar a primeira pretensão, solicitámos às inquiridas que nos fornecessem a sua opinião relativamente ao que aconteceria sem o financiamento. Na figura 25, constatamos que nenhuma empresa assinalou que sem o investimento realizado, ter-se-ia desenvolvido mais rapidamente. Os resultados que se apresentam de seguida demonstram o impacto e a importância do financiamento para as empresas. Assim, verificamos que 75% das empresas que apenas recorreram ao capital de risco, afirmam que não existiram ou não se teriam desenvolvido sem o investimento realizado. Mais de metade (55,6%), das empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário, também partilham da mesma opinião. Porém, salientamos que a percentagem das ECR que não existiram ou não se teriam desenvolvido sem o financiamento é substancialmente maior do que as EFB. Deste modo, os resultados indiciam que as empresas que recorrem ao capital de risco apresentam uma necessidade substancial deste instrumento, sob pena de não poderem existir de outra forma.

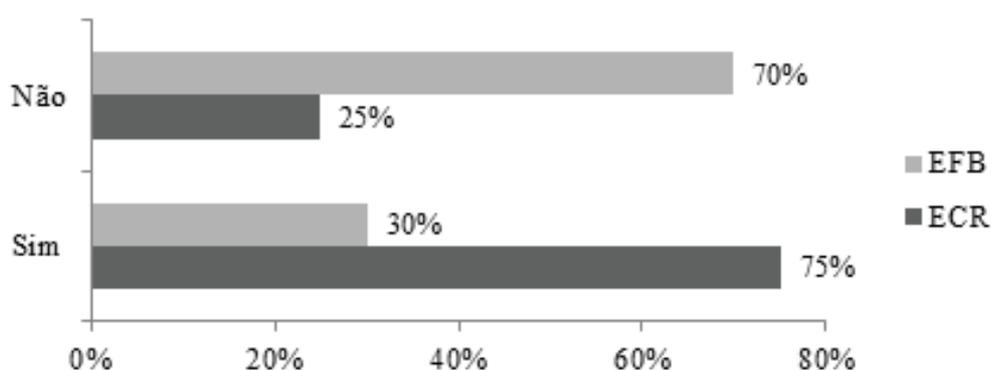
Figura 25 – Opinião relativa ao que aconteceria sem o financiamento



No que toca à pretensão de recorrer a outro tipo de financiamento, as empresas inquiridas tinham que se manifestar afirmativa ou negativamente sobre a sua intenção. Aquelas, que se pronunciaram pela afirmativa, deviam indicar a que tipos de financiamento recorreriam.

Pela análise da figura 26, verifica-se que 75% das ECR tencionavam recorrer a outro instrumento de financiamento, ao passo que apenas 30% das EFB revelaram a mesma pretensão. Salientamos que das respostas se infere que o capital de risco é visto em complementaridade com outras formas de financiamento. No entanto, do quadro 27, constata-se que não se trata de um recurso a empréstimos ou a descontos bancários, mas antes a outras formas mais adaptáveis à sua condição, como o *leasing* e o *factoring*. O financiamento bancário, pelo contrário, é visto pelas EFB como uma fonte quase exclusiva. Realça-se que todas as EFB que manifestaram a sua pretensão pela afirmativa, recorreriam ao empréstimo bancário de curto prazo. Por fim, salientamos que, quer as empresas que recorreram apenas ao capital de risco quer as que recorreram apenas ao financiamento bancário, não desconsideraram recorrer aos subsídios/apoios/incentivos governamentais. Note-se, contudo, que mais de metade (66,7%) das EFB indicaram recorrer a esta forma de financiamento, comparativamente a 33,3% das ECR.

Figura 26 – Pretensão das empresas em recorrer a outro tipo de financiamento



Quadro 27 – Tipos de financiamento a que as ECR e as EFB recorreriam

Tipo de financiamento	Percentagem de respostas das ECR	Percentagem de respostas das EFB
Empréstimo bancário de curto prazo	-	100%
Empréstimo bancário de médio prazo	-	33,3%
Empréstimo bancário de longo prazo	-	33,3%
Desconto bancário (por exemplo: letras, livranças)	-	-
<i>Leasing</i>	16,7%	100%
<i>Factoring</i>	33,3%	-
Capital de Risco	-	-
Subsídios/Apoios/ /Incentivos governamentais	33,3%	66,6%
Outro	33,3%	-

1.6. Aspectos jurídicos

Algumas questões constantes do questionário tiveram como intuito, aferir a opinião das empresas sobre alguns aspectos jurídicos do capital de risco e do financiamento bancário.

No que concerne às questões jurídicas relativas ao capital de risco, solicitou-se a opinião das empresas inquiridas sobre o tratamento fiscal, o limite de tempo e a percentagem da detenção da participação pelo capitalista de risco.

Quanto ao primeiro aspecto, a maioria das ECR (57,1%) respondeu que considera a tributação, imposta às SCR, FCR e ICR, adequada a promover o investimento de capital de risco numa PME. Contudo, uma percentagem significativa (41,9%), entendeu que o tratamento fiscal é desajustado.

Relativamente ao segundo aspecto, observou-se, oportunamente, que existe um limite de tempo, imposto legalmente, para a detenção da participação no capital. Pela observação da figura 27, verifica-se que a grande maioria das ECR considera que o limite temporal de 10 anos, é tempo suficiente para a participação do capitalista de risco no capital da empresa. Deste modo,

os resultados apontam para a possibilidade de o limite temporal não ser considerado como um custo para as empresas, mas antes um benefício. A imposição legal do tempo limite de detenção poderá, então, consubstanciar um benefício, na medida em que a certeza de que o capitalista de risco não irá participar no capital por tempo indefinido ou por demasiado tempo, fica assegurada. Contudo, dever-se-á ter em conta que, por vezes, este limite temporal não é suficiente para que a empresa adquira o valor necessário para a fase de desinvestimento.

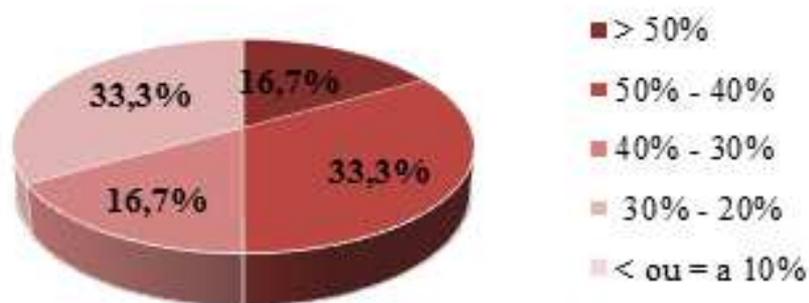
Figura 27 – Opinião das ECR sobre o limite temporal de 10 anos



Ainda a propósito dos aspectos jurídicos, as empresas inquiridas indicaram qual a percentagem de detenção da participação, pelo capitalista de risco, que considerariam mais adequada. A figura 28 revela-nos que a maioria das inquiridas considera que a percentagem deve ser inferior a 50%. Verifica-se que 33,33% das ECR entendem que a percentagem adequada seria entre 40% e 50%, mas também 33,3% consideram que deveria ser entre 20% a 30%. Os resultados sugerem que, do ponto de vista das empresas, o capitalista de risco não deverá deter uma percentagem maior do que aquela que as empresas possuem no capital próprio. Numa perspectiva de custos e benefícios, os resultados parecem indicar que uma percentagem superior a 50% poderá representar um custo para a empresa. Uma vez que o capitalista de risco participa nos ganhos da empresa, compreende-se esta ilação. Ao participar em mais de 50% no capital da empresa, retirará mais ganhos do que o

próprio empreendedor. Salienta-se, no entanto, que o aspecto relativo à percentagem da detenção da participação não deve ser observado com rigidez, dado que se podem criar condições atractivas para ambas as partes. Neste sentido, a percentagem da detenção da participação poderá revelar-se um benefício para a empresa.

Figura 28 – Opinião das ECR sobre a percentagem da detenção da participação pelo capitalista de risco



No que diz respeito ao financiamento bancário, procurou-se conhecer a opinião das empresas relativamente a determinados aspectos. Embora as questões não particularizem elementos jurídicos em concreto, estão relacionados com eles. Assim, as empresas foram questionadas acerca dos termos e condições impostos pela banca, da protecção jurídica, da situação de incumprimento, da renegociação do crédito e dos mecanismos legais que as entidades bancárias possuem.

Pela análise do quadro 28, observa-se que a grande maioria das EFB considera que os termos e as condições impostas pela entidade bancária, aquando da obtenção de crédito, não são incentivadoras do investimento nas PME, pelo que representam um aspecto negativo do financiamento bancário. Relativamente à protecção jurídica do cliente (no caso, da empresa), verifica-se que também a grande maioria das EFB considera que deveria haver maior protecção.

Quadro 28 – Considerações das EFB relativamente a alguns aspectos jurídicos

Aspectos jurídicos	Percentagem de respostas das EFB	
	SIM	NÃO
Os termos e as condições estabelecidos pela(s) instituição (instituições) bancária(s) incentivam o investimento nas PME	22,2%	77,8%
O cliente que acede ao financiamento bancário deve ter maior protecção jurídica	88,9%	11,1%
As consequências, em caso de incumprimento (por exemplo: pagar juros, imposto sobre os juros, cláusulas penais, entre outros), agravam ainda mais a situação de incumprimento da empresa	100%	0%
Quando a empresa atravessa sérias dificuldades financeiras, a renegociação do crédito deve ser prioritário, quer para a instituição bancária, quer para o cliente	100%	0%
Os mecanismos legais de que a instituição bancária, enquanto credora, pode accionar (por exemplo: penhorar bens, requerer a insolvência da empresa, entre outros), apenas devem ser utilizados em casos de impossibilidade de renegociação	100%	0%

O incumprimento das condições do crédito pode acarretar diversos custos para as empresas, tais como o pagamento de juros, as cláusulas penais, entre outros. Estas consequências, para além de representarem custos, agravam ainda mais a situação de incumprimento por parte da empresa. Quando se verifica o incumprimento, as entidades bancárias podem lançar mão de determinados mecanismos legais, como por exemplo, executar a empresa, penhorar os seus bens, entre outros. Estes mecanismos representam custos nos quais as empresas poderão incorrer. As EFB são da opinião de que será preferível que se proceda à renegociação do crédito, em vez de se accionar os mecanismos legais. Também entendem que a renegociação do crédito deverá ser prioritária, nos casos em que a empresa atravessa dificuldades financeiras. Desta forma, a renegociação poderá evitar o incumprimento por parte da empresa, revelando-se, assim, um benefício.

Capítulo III – Análise dos resultados: variável dependente, correlação e regressão

No presente capítulo analisaremos as variáveis através das técnicas de correlação e de regressão. Antes de iniciarmos a análise, mencionamos algumas considerações.

Na análise da variável dependente e na análise da correlação entre variáveis relativas ao capital de risco, o número de observações compreende as empresas que recorreram apenas ao capital de risco, assim como as empresas que recorreram simultaneamente ao capital de risco e ao financiamento bancário. Deste modo, o número total de observações é de 16. Na análise da variável dependente e da correlação entre variáveis relativas ao financiamento bancário, o número de observações inclui as empresas que apenas recorreram ao financiamento bancário e, ainda, as empresas que recorreram simultaneamente ao capital de risco e ao financiamento bancário. Desta forma, o número de observações consideradas é de 18.

Na regressão, a análise apenas incidiu sobre variáveis que dizem respeito ao capital de risco, pelo que as observações dizem respeito às ECR e às empresas que recorreram simultaneamente ao capital de risco e ao financiamento bancário.

Nos casos em que as empresas deram duas respostas à mesma questão, considerou-se o valor intermédio das respostas, a fim de se usufruir todas as observações.

Por fim, sublinhe-se que dado o número de observações ser muito reduzido, os resultados apresentam-se frágeis, não sendo possível efectuar generalizações.

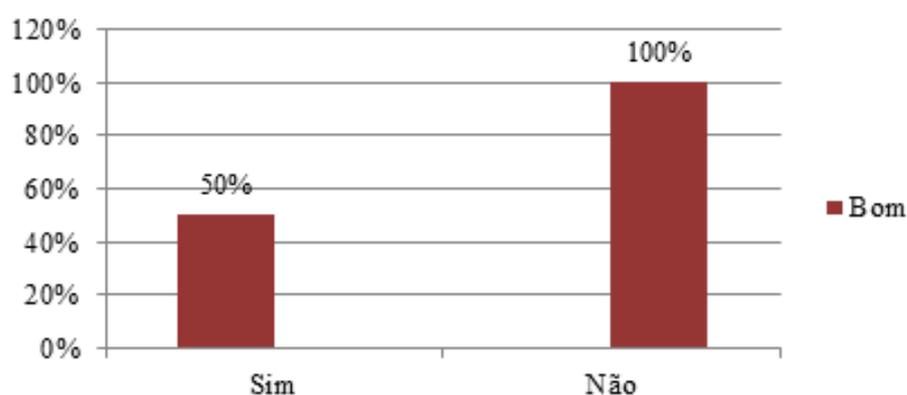
1. Variável dependente: grau de sucesso na concretização do projecto

Nesta parte do trabalho, analisa-se o comportamento da variável dependente relativa ao grau de sucesso na concretização do projecto para todas as questões de resposta “sim”/”não” e cujos resultados são expressivos. Observam-se os resultados tanto para o caso do capital de risco como para o caso do financiamento bancário. Em cada questão, apresenta-se a percentagem mais alta observada para a resposta “sim” e para a resposta “não” e o correspondente

grau de sucesso do projecto indicado pelas empresas. O grau de sucesso do projecto classifica-se como “muito bom”, “bom”, “razoável” e “mau”.

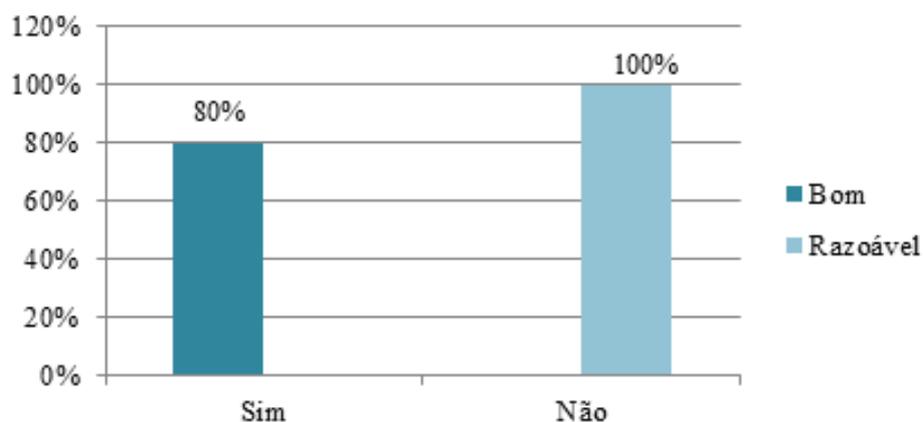
A primeira questão diz respeito ao instrumento recorrido enquanto primeira escolha para a empresa se financiar (Anexo B, segunda parte do questionário, questão n.º 2 e terceira parte do questionário, questão n.º 3). Nesta questão, verificamos que 50% das empresas que recorreram ao capital de risco e que responderam que este foi a sua primeira opção de financiamento, indicaram um grau de sucesso “bom” (Figura 29). A percentagem das empresas que responderam “não” e tiveram um grau de sucesso “bom” é de 100%. Estes resultados parecem revelar que quer o capital de risco seja a primeira opção de financiamento quer não seja, o grau de sucesso tenderá a ser bom.

Figura 29 – O grau de sucesso do projecto e a primeira opção de financiamento, para as empresas que recorreram ao capital de risco



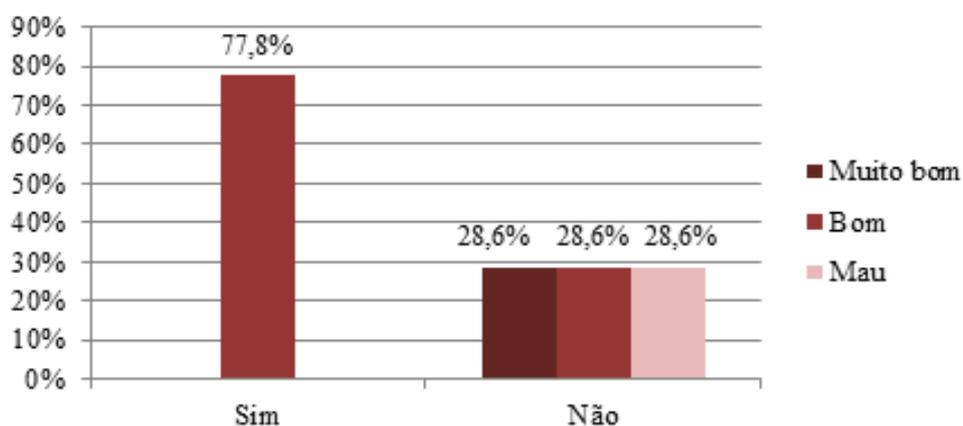
O mesmo já não se verifica para as empresas que recorreram ao financiamento bancário (Figura 30). Todas aquelas empresas que responderam que o financiamento bancário não foi a sua primeira opção de financiamento, classificaram o grau de sucesso de projecto como “razoável”. No entanto, 80% das empresas que responderam “sim”, indicaram que o sucesso do projecto foi “bom”.

Figura 30 – Grau de sucesso do projecto e a primeira opção de financiamento, para as empresas que recorreram ao financiamento bancário



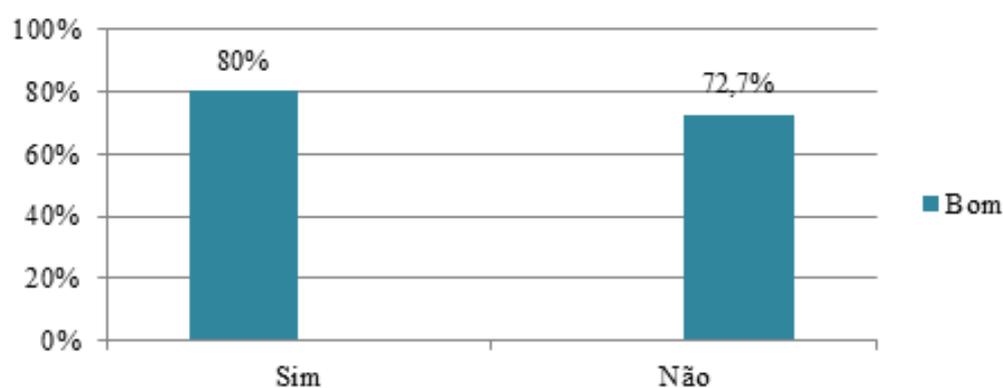
A segunda questão refere-se à pretensão de recorrer a outro tipo de financiamento (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 23 e terceira parte do questionário, pergunta n.º 18). Pela observação da figura 31, constata-se que a percentagem das empresas que recorreram ao capital de risco, que afirmaram recorrer a outro tipo de financiamento e que indicaram que o grau de sucesso do projecto foi bom, é de 77,8%. Já as empresas que responderam “não” classificaram o grau de sucesso do projecto como “muito bom”, “bom” e “mau”. Os resultados apresentam-se variados. Não obstante, sugerem que um bom grau de sucesso do projecto não coíbe os empresários de recorrerem a outras fontes de financiamento, procurando complementar o investimento.

Figura 31 – Grau de sucesso do projecto e pretensão de recorrer a outro tipo de financiamento, para as empresas que recorreram ao capital de risco



No caso das empresas que recorreram ao financiamento bancário, verifica-se que as percentagens de empresas que responderam afirmativamente e negativamente à pretensão de recorrer a outro tipo de financiamento, e que consideraram que o grau de sucesso do projecto foi “bom”, não são distantes (figura 32). Deste modo, tendo por base o mesmo grau de sucesso, os resultados parecem apontar para que as empresas, que recorrem ao financiamento bancário, não revelam tão claramente a intenção de complementar o investimento com outras fontes de financiamento, como as empresas que recorrem ao capital de risco parecem demonstrar. Mesmo aquelas empresas, que recorreram ao financiamento bancário e que pretendem recorrer a outro tipo de financiamento, tenderão a procurar por instrumentos de financiamento bancário, atendendo aos resultados observados no capítulo anterior (quadro 27).

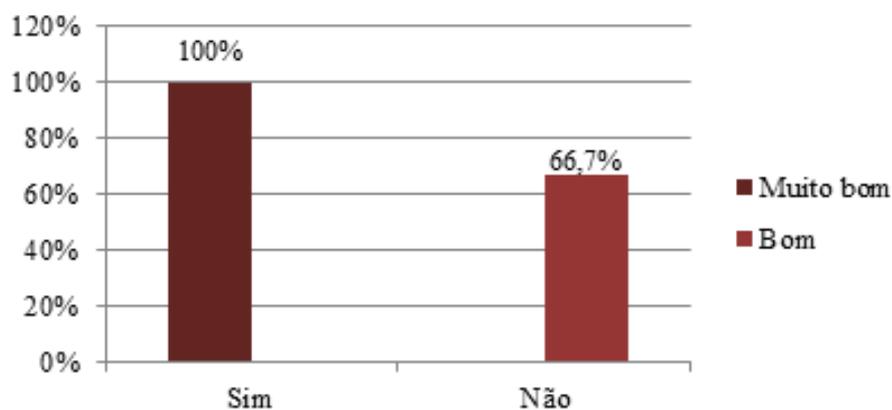
Figura 32 – Grau de sucesso do projecto e pretensão de recorrer a outro tipo de financiamento, para as empresas que recorreram ao financiamento bancário



A terceira questão é relativa apenas às empresas que recorreram ao capital de risco e concerne às melhorias introduzidas na equipa de gestão, pela participação do capitalista de risco na gestão da empresa (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 10). Na figura 33, observa-se que todas as empresas que responderam que a intervenção do capitalista de risco na gestão trouxe melhorias significativas para a equipa de gestão, classificaram o grau de sucesso de projecto como “muito bom”. Já as empresas que consideraram

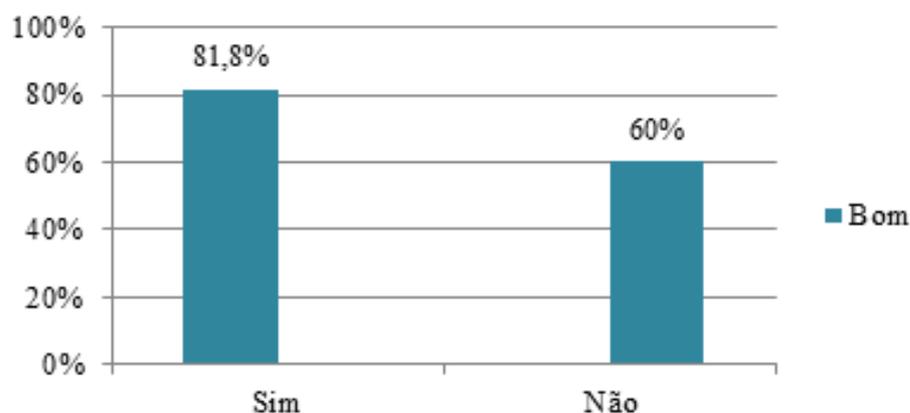
que esta participação não trouxe melhorias, indicaram que o grau de sucesso do projecto foi “bom”. Estes resultados parecem indicar que a intervenção do capitalista de risco na gestão não só proporciona melhorias na qualidade da equipa de gestão, mas também contribui para que o sucesso do projecto seja muito bom. Sublinhe-se, contudo, que os resultados estão limitados pela reduzida dimensão da amostra. De futuro, seria interessante aprofundar esta questão com uma amostra maior.

Figura 33 – Grau de sucesso do projecto e o melhoramento da qualidade da equipa de gestão devido à intervenção do capitalista de risco



A última questão que se analisa prende-se com a presença activa da instituição bancária na empresa (Anexo B, terceira parte do questionário, questão n.º 7). A figura 34 demonstra que 81,8% das empresas que consideraram que a instituição bancária teve presença activa na empresa, indicaram que o grau de sucesso do projecto foi “bom”. A percentagem de empresas que entendeu que a instituição bancária não teve presença activa e que classificaram o grau de sucesso do projecto como “bom”, é de 60%. Os resultados apontam para que o grau de sucesso do projecto seja bom, quer a instituição bancária tenha presença activa na empresa, quer não tenha.

Figura 34 – Grau de sucesso do projecto e a presença da instituição bancária nas empresas



Nas secções seguintes, analisam-se a correlação entre variáveis e a regressão do grau de sucesso na concretização do projecto e do grau de atractividade.

2. Correlação entre variáveis

Nesta parte, analisa-se o grau de associação entre variáveis, utilizando a técnica estatística de correlação. Apresentam-se as relações lineares positivas e negativas, mais significativas, entre variáveis relativas ao capital de risco e relativas ao financiamento bancário.

2.1. Correlação entre variáveis relativas ao capital de risco

As variáveis utilizadas correspondem a questões constantes do questionário. As variáveis a analisar, neste ponto, são as seguintes:

- Grau de inovação tecnológica da empresa (Anexo B, primeira parte do questionário, pergunta n.º 9) – INOVAÇÃO;
- Número de pessoas empregues (Anexo B, primeira parte do questionário, pergunta n.º 7) – Nº EMPREGADOS;
- Atitude *hands-on/hands-off* (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 9) – ATITUDE;

- d) Relação empreendedor-capitalista de risco (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 12) – RELAÇÃO;
- e) Fase de desenvolvimento em que se encontrava aquando do financiamento (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 1) – DESENVOL;
- f) Fase de desenvolvimento em que se encontra actualmente (Anexo B, primeira parte do questionário, pergunta n.º 8) – DESENV;
- g) Situação sem o investimento em capital de risco (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 22) – SITUAÇÃO;
- h) Grau de sucesso na concretização do projecto (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 15) – SUCESSO;
- i) Grau de atractividade do capital de risco (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 16) – ATRACTIVIDADE.

No que diz respeito à variável INOVAÇÃO, as inquiridas classificavam o grau de inovação segundo uma escala de 1 a 10, em que o valor 1 correspondia a “Muito bom” e 10 a “mau”. Na variável Nº EMPREGADOS, as observações foram ordenadas do valor 1 a 4, sendo que o primeiro valor corresponde a “inferior a 10” e o valor 4 corresponde a “superior a 250”. A variável ATITUDE compreende os valores 0 e 1, significando 0 a “atitude *hands-on*” e 1 a “atitude *hands-off*”. Quanto à variável RELAÇÃO, as empresas inquiridas classificavam-na de “muito boa” a “má”, correspondendo a primeira ao valor 1 e a segunda ao valor 4.

Distinguem-se duas fases de desenvolvimento, uma reporta-se à fase de desenvolvimento em que a empresa se encontrava aquando do financiamento obtido e a outra, à fase actual em que a empresa se encontra. Deste modo, na variável DESENVOL, as observações foram ordenadas do valor 1 a 9, sendo que 1 significa “*seed capital*” e o valor 9 significa “outra”. Já na variável DESENV, as inquiridas posicionavam-se desde o estágio de “arranque” (valor 1) até à “manutenção da posição adquirida” (valor 5). Na variável SITUAÇÃO, as empresas inquiridas indicavam a situação em que estariam sem o investimento em capital de risco. Assim, o valor 1 corresponde à opção “ter-se-ia desenvolvido mais rapidamente” e o valor 3 tem correspondência com a opção “não existira ou não se teria desenvolvido”. Na variável SUCESSO as empresas teriam de atribuir a classificação de “muito bom” (valor 1) a “mau”

(valor 4). Por fim, na variável ATRACTIVIDADE, as inquiridas posicionavam-se numa escala de 1 a 10, em que 1 significava “muito atractivo” e 10 significava “nada atractivo”.

Seguidamente, apresentam-se, no quadro 29, as correlações cujos resultados foram significativos.

Quadro 29 – Matriz de correlações

Correlações	Resultado
ATITUDE/RELAÇÃO	+0,39
INOVAÇÃO/Nº EMPREGADOS	+0,44
DESENVOL/SITUAÇÃO	+0,32
DESENV/INOVAÇÃO	+0,30
SUCESSO/ATITUDE	+0,49
SUCESSO/RELAÇÃO	+0,53
ATRACTIVIDADE/Nº EMPREGADOS	+0,45

No quadro 29 verifica-se que entre a variável ATITUDE e a variável RELACÃO, existe uma relação positiva linear e moderada. Os resultados sugerem que as empresas em que capitalista de risco tem uma atitude *hands-on*, apresentam uma boa relação.

Pela observação do referido quadro, nas variáveis INOVAÇÃO e Nº EMPREGADOS, constata-se que o resultado indica uma associação positiva entre o grau de inovação e a dimensão, medida pelo número de pessoas empregues.

Um valor de +0,32 para o coeficiente de correlação, significa que existe uma associação positiva e moderada entre as variáveis DESENVOL e SITUAÇÃO. Apesar da indicação do resultado da correlação, os resultados relativos à situação sem o financiamento são semelhantes quer para as empresas numa fase inicial quer para as empresas numa fase mais avançada (Anexo A, Quadro 30). Deste modo, não se poderá interpretar o resultado da correlação, sem outros estudos que abranjam um maior número de observações.

Os resultados das variáveis DESENV e INOVAÇÃO demonstram que existe uma associação positiva entre o grau de inovação e as fases iniciais de desenvolvimento das empresas.

Nas variáveis SUCESSO e ATITUDE, constata-se uma associação positiva entre o grau de sucesso e a opção pela atitude *hands-on*. O resultado poderá ser indicador de que a intervenção do capitalista de risco na gestão da empresa será importante para o sucesso das empresas que recorrem ao capital de risco.

No concerne à associação entre as variáveis SUCESSO e RELAÇÃO, observa-se que esta é positiva. O resultado indicia que havendo uma boa relação entre empreendedor-capitalista de risco é natural que o sucesso do projecto também seja bom.

Por fim, verifica-se que há associação positiva entre o grau de atractividade e a dimensão das empresas, medida pelo n.º de pessoas empregues. O resultado da correlação destas duas variáveis, sugere que o capital de risco poderá ser uma opção de financiamento mais atractivo para as empresas de menor dimensão.

2.2. Correlação entre variáveis relativas ao financiamento bancário

As variáveis utilizadas para a presente análise, dizem respeito a questões constantes do inquérito e são as seguintes:

- a) Fase de desenvolvimento em que se encontrava aquando do financiamento (Anexo B, terceira parte do questionário, pergunta n.º 1) – DESENVOL;
- b) Grau de inovação tecnológica da empresa (Anexo B, primeira parte do questionário, pergunta n.º 9) – INOVAÇÃO;
- c) Grau de sucesso na concretização do projecto (Anexo B, terceira parte do questionário, pergunta n.º 12) – SUCESSO;
- d) Número de pessoas empregues (Anexo B, primeira parte do questionário, pergunta n.º 7) – N.º EMPREGADOS;
- e) Financiamento bancário enquanto 1ª opção (Anexo B, terceira parte do questionário, pergunta n.º 3) – 1ª OPÇÃO;
- f) Relação empreendedor-instituição bancária (Anexo B, terceira parte do questionário, pergunta n.º 9) – RELAÇÃO;

- g) Grua de dificuldade enfrentado na obtenção de financiamento (Anexo B, terceira parte do questionário, pergunta, n.º 4) – DIFICULDADE;
- h) Tempo de obtenção do financiamento (Anexo B, terceira parte do questionário, pergunta n.º 6) – TEMPO.

No que concerne à ordenação das variáveis, remetemos para o que ficou exposto no ponto 2.1, relativamente às variáveis DESENVOL, INOVAÇÃO, SUCESSO, Nº EMPREGADOS e RELAÇÃO. Relativamente à variável 1ª OPÇÃO, as empresas inquiridas foram questionadas se o financiamento através de capital de risco teria sido a sua primeira opção. O valor 0 corresponde à resposta “sim” e o valor 1 corresponde à resposta “não”. Quanto à variável DIFICULDADE, as empresas posicionavam-se numa escala de 1 a 10, em que um significava “muito elevado” e 10 significava “muito baixo”. A variável TEMPO ordena as observações de 1 a 5, em que o valor 1 corresponde a “menos de um mês” e o valor 5 corresponde a “mais de um ano”.

No quadro seguinte, demonstra-se a matriz das correlações e os respectivos resultados.

Quadro 31 – Matriz de correlações

Correlações	Resultado
DESENVOL/INOVAÇÃO	-0,39
SUCESSO/Nº EMPREGADOS	-0,31
SUCESSO/1ª OPÇÃO	+0,45
SUCESSO/RELAÇÃO	+0,37
DIFICULDADE/TEMPO	-0,38
DIFICULDADE/Nº EMPREGADOS	-0,30

No quadro 31, é possível observar que há uma associação negativa, nas empresas que recorreram ao financiamento bancário, entre a fase de desenvolvimento em que se encontravam aquando do financiamento e o grau de inovação. Este resultado não é comparável com o resultado das variáveis DESENV e INOVAÇÃO observado para o capital de risco, dado que as fases de desenvolvimento apresentam-se em situações distintas. No entanto, utilizando a

variável DESENVOL e INOVAÇÃO para a análise de correlação relativa ao capital de risco, verifica-se que o valor do coeficiente da correlação está próximo de zero, indicando que não há associação entre as duas variáveis (Anexo A, Quadro 32). Deste modo, o resultado obtido nas empresas que recorrem ao financiamento bancário, entre a variável DESENVOL e a variável INOVAÇÃO, é contrário ao resultado obtido relativamente às empresas que recorreram ao capital de risco. Esta constatação poderá indicar que as empresas jovens, com baixo grau de inovação tecnológica, tendem a recorrer às fontes de financiamento tradicionais.

No que concerne à associação entre o grau de sucesso do projecto e a dimensão (medida pelo n.º de pessoas empregues), verifica-se que a associação é negativa. Este resultado é contrário ao obtido para as empresas que recorreram ao capital de risco (Anexo A, quadro 33). Desta forma, os resultados poderão sugerir a maior vocação do capital de risco para as empresas de menor dimensão, ao passo que o financiamento bancário se adequará melhor às empresas de dimensão superior. Contudo, salienta-se que os resultados carecem de ser corroborados por mais investigação.

No quadro 31 podemos observar que entre o grau de sucesso do projecto e o financiamento bancário enquanto primeira opção, existe uma associação positiva. O resultado aponta para que os empresários devem recorrer às fontes de financiamento mais vocacionadas para as necessidades e especificidades das suas empresas. No caso das empresas que recorreram ao financiamento bancário, o resultado parece indicar que este foi a fonte de financiamento mais adequada. Nas empresas que recorreram ao capital de risco, constata-se que não há associação entre as variáveis SUCESSO e 1ª OPÇÃO (Anexo A, quadro 34).

Entre o grau de sucesso do projecto e a relação empreendedor-instituição bancária constata-se que existe uma associação positiva. Este resultado é semelhante ao obtido para o capital de risco (quadro 29).

Pela observação do quadro 31, verificamos que existe associação negativa entre o grau de dificuldade na obtenção do financiamento e o tempo que demorou entre o primeiro contacto com a instituição bancária e a obtenção do investimento. No caso do capital de risco, a associação entre estas variáveis não existe (Anexo A, Quadro 35).

Por fim, observa-se que existe uma associação negativa entre o grau de dificuldade na obtenção do financiamento bancário e a dimensão (medida pelo

n.º de pessoas empregues). Este resultado apresenta-se contrário ao obtido para as empresas que recorreram ao capital de risco (Anexo A, Quadro 36). Os resultados parecem significar que as empresas de menor dimensão enfrentam maiores dificuldades em obter financiamento bancário, o que poderá revelar, uma vez mais, a importância do capital de risco para as pequenas empresas.

3. Regressão

Neste ponto analisa-se a regressão do grau de atractividade e do grau de sucesso do projecto, ambos relativos ao capital de risco.

3.1. Regressão do grau de atractividade

Na presente análise, as variáveis utilizadas correspondem à expressão de escalas de preferência, relativamente a questões do inquérito. Utiliza-se como variável dependente o grau de atractividade do capital de risco enquanto fonte de financiamento (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta nº 16). As empresas inquiridas atribuíram um valor compreendido na escala de 1 a 10, em que 1 significa “muito atractivo” e 10 corresponde a “nada atractivo”. As variáveis independentes são três:

- a) Fase desenvolvimento em que (as empresas) se encontram actualmente (DESENV);
- b) Relação empreendedor-entidade financiadora (RELAÇÃO);
- a) Grau de sucesso da concretização do projecto, financiado através do capital de risco (SUCESSO).

Relativamente à primeira variável independente (DESENV), as empresas inquiridas indicavam pelo menos uma das fases de desenvolvimento sugeridas (Anexo B, primeira parte do questionário, pergunta nº 8). As respostas foram ordenadas desde uma fase de arranque inicial até uma fase de maturidade, em que 1 corresponde à primeira fase e 5 corresponde à última fase sugerida (manutenção da posição adquirida). Nesta variável, espera-se um

sinal positivo para a relação, ou seja, espera-se que quanto menor for a maturidade, mais atractivo deverá ser a opção pelo capital de risco.

Quanto à segunda variável (RELAÇÃO), os inquiridos posicionavam-se numa escala de 1 a 4, sendo que 1 correspondia a “Muito boa” e 4 a “Má” (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 12). É também esperada uma relação positiva com a variável dependente, pois será expectável que quanto melhor for a relação entre o empresário e a entidade de capital de risco, maior será a atractividade desta fonte de financiamento.

Na última variável (SUCESSO), os inquiridos classificavam o grau de sucesso, entre “Muito bom” e “Mau”, sendo que a primeira classificação corresponde ao valor 1 e a segunda ao valor 2 (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 15). Espera-se também uma relação positiva com a variável dependente, uma vez que é natural que quanto maior for o sucesso do projecto financiado através do capital de risco, mais atractivo se considere esta fonte de financiamento.

Dado que a amplitude de variação das variáveis é muito semelhante, com a excepção da variável dependente, que é um pouco superior, entende-se que não haverá grandes problemas de heteroscedasticidade na estimação.

Por outro lado, devido à natureza quase qualitativa de todas as variáveis independentes – mesmo a variável dependente acaba por se cingir a uma escala numa dimensão qualitativa, pois a quantificação foi construída a partir de escolhas qualitativas – considerou-se apropriado realizar a estimação sem termo independente, uma vez que não se trata da aplicação de um modelo explicativo global do grau de atractividade, mas tão só perceber a associação das variáveis definidas como independentes relativamente ao grau de atractividade (todas as demais influências estarão implícitas no termo dos erros). Com este procedimento alcançou-se um grau de liberdade adicional na estimação, o que é relevante, dado o reduzido número de observações. No estudo, a estimação tem apenas 13 graus de liberdade.

Seguidamente, apresentam-se os resultados de estimação, os quais podem ser observados no quadro 37.

Quadro 37 – Resultados da estimação com a variável dependente: grau de atractividade do capital risco enquanto fonte de financiamento

Variável	Coefficiente estimado	Estatística t
DESENV	+ 0,987431	2,00425
RELAÇÃO	- 0,15469	- 0,23378
SUCCESSO	+ 1,149142	1,79322
R ²	0,802186	-
F _{2,13}	17,57275	-
Graus de liberdade	13	-
Nº de observações	16	-

No que concerne à variável DESENV, observa-se que é estatisticamente significativa para 90% de confiança. Acresce que o sinal positivo corresponde ao esperado. Relativamente à variável RELAÇÃO, esta apresenta-se estatisticamente não significativa e o sinal não corresponde ao expectável. Quanto à variável SUCESSO, é estatisticamente significativa para 90% de confiança e o sinal também corresponde ao esperado.

O coeficiente de determinação (R²) é um indicador da qualidade de ajustamento, mas não é interpretável em estimação sem termo independente. A estatística F é um indicador preferível da qualidade do ajustamento e o resultado de F_{2,13}, indica que a regressão é globalmente estatisticamente significativa para 99 % de confiança.

No quadro seguinte, apresenta-se a matriz de correlações. Estabeleceu-se a correlação entre as variáveis DESENV e RELAÇÃO, as variáveis DESENV e SUCESSO e, ainda, as variáveis RELAÇÃO e SUCESSO.

Quadro 38 – Matriz de correlações

Correlações	Resultado	Comentário
DESENV/RELAÇÃO	-0,23	Reduzida
DESENV/SUCCESSO	-0,27	Reduzida
RELAÇÃO/SUCCESSO	+0,53	Elevada

Identifica-se a existência de multicolinearidade, essencialmente entre as variáveis RELAÇÃO e SUCESSO, o que poderá causar a não significância de RELAÇÃO. A forte correlação positiva entre estas variáveis parece indicar que há uma associação entre uma boa relação entre o empreendedor e a entidade financiadora e o sucesso do projecto.

Em suma, com as muitas reservas derivadas do reduzido número de observações, os resultados revelam que as empresas em estádios iniciais de desenvolvimento consideram o capital de risco mais atractivo, o que corresponde ao esperado. Contudo, também se infere dos resultados que a qualidade da relação que os empresários mantêm com as entidades de capital de risco não influencia a sua opinião sobre a atractividade do projecto, o que contraria o esperado, embora o resultado estatisticamente não significativo obtido poderá também ser explicado por multicolinearidade. Por fim, o grau de sucesso experimentado com o recurso ao capital de risco influencia positivamente a opinião dos empresários quanto à atractividade do instrumento. Seria interessante aprofundar estas conclusões com uma amostra representativa.

3.2. Regressão do grau de sucesso na concretização do projecto

Neste ponto, analisamos a regressão do grau de sucesso alcançado na concretização do projecto financiado através de capital de risco. Todas as variáveis incluídas correspondem à expressão de escalas de preferência relativamente a questões do inquérito. Assim sendo, a variável dependente utilizada é o grau de sucesso na concretização do projecto financiado através de capital de risco (SUCESSO), tendo-se atribuído o valor 1 à classificação “muito bom” e o valor 4 à classificação “mau” (Anexo B, segunda parte do questionário, pergunta n.º 15). As variáveis independentes utilizadas são as seguintes:

- a) Fase de desenvolvimento em que se encontra actualmente (DESENV);
- b) Relação empreendedor– entidade financiadora (RELAÇÃO).

No que toca à variável independente DESENV, remetemos para o que ficou supra exposto relativamente à ordenação. Nesta variável, espera-se uma relação positiva com a variável dependente, pois é expectável que quanto menor

a maturidade do projecto, maior é o sucesso esperado da opção pelo capital de risco.

Relativamente à variável **RELAÇÃO**, também remetemos para o que se mencionou acerca do posicionamento dos inquiridos. É também esperado um sinal positivo para a relação, ou seja, quanto melhor for a relação entre o empresário e a entidade de capital de risco, maior será o grau de sucesso do projecto.

No que diz respeito aos problemas de heteroscedasticidade na estimação, entende-se que serão negligenciáveis, uma vez que a amplitude de variação de todas as variáveis é muito semelhante.

Não obstante, dada a natureza quase qualitativa das variáveis independentes, considerou-se adequado realizar a estimação sem termo independente. A escolha por esta via, prende-se com a intenção de se perceber a associação das variáveis definidas como independentes relativamente ao grau de sucesso (todas as demais influências estarão implícitas no termo dos erros). Não se trata, portanto, da aplicação de um modelo explicativo global do grau de sucesso. Desta forma alcançou-se um grau de liberdade adicional na estimação, o que, devido ao pequeno número de observações, é importante (a estimação tem apenas 14 graus de liberdade).

O quadro que se segue descreve os resultados da estimação da variável dependente relativamente às outras variáveis independentes.

Quadro 39 – Resultados da estimação com a variável dependente: grau de sucesso na concretização do projecto financiado através de capital de risco

Variável	Coefficiente estimado	Estatística t
DESENV	+ 0,296626	1,558
RELAÇÃO	+0,779458	4,3066
R ²	0,8527	-
F _{2,13}	60,06868	-
Graus de liberdade	14	-
Nº de observações	16	-

No quadro 39, é possível observar que a relação entre a variável dependente e a variável DESENV é apenas estatisticamente significativa para 80% de confiança. O sinal positivo corresponde ao esperado, pelo que poderemos considerar que existem indícios de que as empresas em estádios iniciais de desenvolvimento terão uma maior probabilidade de obter sucesso com o capital de risco do que as empresas em estádios mais maduros.

No que toca à variável RELAÇÃO, verificamos que a sua relação com a variável dependente é estatisticamente significativa para 99% de confiança. O sinal corresponde ao esperado, o que nos revela que quanto melhor é a relação entre o empresário e a entidade de capital de risco, maior se apresenta o grau de sucesso do projecto financiado através de capital de risco.

Apesar de o coeficiente de determinação (R^2) ser um indicador da qualidade de ajustamento, não pode ser interpretável em estimação sem termo independente. Por fim, a estatística F, como já se mencionou, é um indicador preferível da qualidade do ajustamento. O resultado de F2,13 indica que a regressão é globalmente estatisticamente significativa para 99% de confiança.

Seguidamente, o quadro 40 demonstra a correlação da variável DESENV com a RELAÇÃO.

Quadro 40 – Matriz de correlações

Correlações	Resultado
DESENV/RELAÇÃO	-0,23

Em suma, com as devidas reservas resultantes do pequeno número de observações, os resultados parecem indicar que as empresas em estádios iniciais de desenvolvimento têm maior probabilidade de obterem sucesso com o capital de risco. No entanto, o nível de confiança da relação estatística é de apenas 80 %, pelo que não se pode concluir pela não rejeição da hipótese. Já no que concerne à relação entre o empreendedor e a entidade financiadora, conclui-se que a qualidade desta é importante para o sucesso do projecto de investimento. De futuro, sugere-se o aprofundamento destas conclusões com uma amostra representativa da população.

PARTE V

Capítulo I – Súmula dos principais resultados e conclusões

Analisada a informação recolhida nos questionários, efectua-se, no presente capítulo, uma súmula dos principais resultados e das principais características das empresas que recorrerem ao capital de risco e das empresas que recorrem ao financiamento bancário.

1. As características das empresas

Desde logo, verificou-se que um dos aspectos que distinguem as empresas que recorreram ao capital de risco das que recorreram ao financiamento bancário estava relacionado com o sector de actividade. Revela-se ser característico, das empresas que recorrem ao capital de risco, actuarem em sectores inovadores, de elevada tecnologia e de grande risco. Contrariamente, as empresas que recorrem ao financiamento bancário pertencem, sobretudo, a sectores mais tradicionais, como o comércio, os serviços e a indústria.

Os resultados demonstram que o capital de risco está vocacionado, sobretudo, para as empresas de reduzida dimensão, em especial, as microempresas, ao passo que o financiamento bancário parece atrair as empresas de pequena, média e grande dimensão.

No que concerne à fase de desenvolvimento em que as empresas se encontram actualmente, os resultados distinguem claramente as empresas que recorrem ao capital de risco das empresas que recorrem ao financiamento bancário. Constata-se que as últimas posicionam-se em fases de desenvolvimento mais avançadas, como por exemplo, a fase de expansão, de maturidade, consolidação e manutenção da posição adquirida, enquanto as primeiras pertencem a estádios iniciais de desenvolvimento, como a fase de arranque. De facto, as empresas mais desenvolvidas terão mais capacidade para suportar os custos financeiros que o financiamento bancário acarreta, ao passo que as empresas jovens apresentam grandes dificuldades a esse nível, pela fragilidade e instabilidade da sua estrutura financeira.

No que diz respeito ao grau de inovação tecnológica das empresas, os resultados também são explícitos. Observa-se que as empresas que recorrem ao capital de risco apresentam, na sua maioria, um grau de inovação tecnológica muito bom. Já empresas que escolhem o financiamento bancário classificam o grau de inovação tecnológica, sobretudo como bom. O resultado não é surpreendente, tendo em conta o facto de as empresas, que recorrem ao capital de risco, pertencerem a sectores de actividade que reclamam uma estrutura tecnológica inovadora. Deste modo, o capital de risco parece estar vocacionado para este tipo de empresas.

2. As dificuldades no acesso ao financiamento

Relativamente às dificuldades enfrentadas pelas empresas, na obtenção de financiamento, constatou-se que tanto as empresas que recorreram ao capital de risco (62,5%) como as empresas que se financiaram junto das instituições bancárias (50%), indicaram que os respectivos instrumentos não lhes ofereceram um grau de dificuldade elevado, antes pelo contrário. Contudo, identificaram algumas dificuldades, designadamente a complexidade das negociações. Nas empresas que especificadamente recorreram ao capital de risco, revelaram-se as dificuldades em contactar a entidade financiadora. O plano de negócios, ao contrário do que seria esperado, não constitui um entrave muito significativo no acesso ao capital de risco.

Por seu turno, as empresas que recorreram ao financiamento bancário consideraram como principais obstáculos, no acesso a este tipo de financiamento, o fornecimento de garantias adequadas e os elevados custos administrativos.

Por fim, na obtenção de financiamento, os resultados apontaram diferenças no que concerne ao tempo. Revelou-se que a realização do investimento em capital de risco requer mais tempo do que o financiamento bancário.

3. Os custos e os benefícios

Relativamente aos aspectos jurídicos respeitantes ao capital de risco, observa-se que a maioria das empresas que recorrem a este instrumento considerou

que o tratamento fiscal das entidades de capital de risco é adequado. O limite de tempo, legalmente imposto, para a participação do capitalista de risco no capital da empresa, revela-se, também, adequado. No que toca à percentagem de detenção da participação do capitalista de risco, observa-se que, na maior parte dos casos, esta é superior a 50%. Para o empreendedor este facto poderá consubstanciar-se num custo, ficando impedido de usufruir da maior parte dos ganhos da empresa.

Quanto aos aspectos jurídicos relativos ao financiamento bancário, verifica-se que os termos e condições impostos pela instituição bancária, a fraca protecção jurídica, as consequências a incorrer em caso de incumprimento e os mecanismos legais atribuídos à instituição bancária, são apreendidos como custos. Observa-se que para os evitar, a renegociação do crédito torna-se importante e benéfica para as empresas.

No que concerne aos custos da relação entre empreendedor e entidade financiadora, constata-se que o principal custo, identificado pelas empresas que recorreram ao capital de risco, foi a morosidade na tomada de decisão. Pelo contrário, nas empresas que recorreram ao financiamento bancário, este custo apenas foi considerado por uma percentagem diminuta. Para estas empresas, o principal custo prendeu-se com a prestação de garantias patrimoniais e/ou pessoais. Já no que diz respeito aos benefícios tanto as empresas que recorreram ao capital de risco como as que recorreram ao financiamento bancário consideraram como principais benefícios o reconhecimento de novas oportunidades, a introdução de novos conhecimentos, de experiência e de novos contactos e relações. Verificou-se, ainda, que a partilha dos ganhos da empresa com a entidade financiadora representou um benefício para as empresas que recorreram ao financiamento bancário e um custo para as empresas que recorreram ao capital de risco, o que é natural, dadas as características próprias destes instrumentos.

4. A participação e a intervenção da entidade financiadora

No que diz respeito à participação da entidade financiadora, nos ganhos, nas perdas e no risco, tanto as empresas que recorreram ao capital de risco, como as que recorreram ao financiamento bancário consideraram que a entidade

financiadora assumiu parcialmente o risco. No caso do capital de risco, o fundamento para este resultado pode prender-se com o facto de que algumas entidades de capital de risco “terem origem na banca”⁴⁶⁴ estando, por isso, mais propensas a assumir o risco apenas de forma parcial.

Se os resultados convergem no que toca à participação no risco, na participação nas perdas e nos ganhos, divergem. Deste modo, verificou-se que as empresas que recorreram ao capital de risco entenderam que o capitalista de risco participa quer nas perdas quer nos ganhos. As empresas que recorreram ao financiamento bancário, pelo contrário, consideraram que a instituição bancária não participa nas perdas, mas apenas nos ganhos.

Nem as empresas que recorreram ao capital de risco nem as empresas que recorreram ao financiamento bancário expressaram, de forma clara, que a respectiva entidade financiadora é um verdadeiro parceiro de negócios.

Quanto à intervenção da entidade financiadora na gestão da empresa, houve divergência entre as empresas quanto à efectividade da mesma. Já nas empresas de financiamento bancário ficou claro que a instituição bancária não intervém na grande maioria das empresas inquiridas.

Relativamente à importância da participação ou intervenção da entidade financiadora, verifica-se que a sua intervenção é relativamente importante em metade das empresas que recorreram ao capital de risco. Por sua vez, a maioria das empresas que recorreram ao financiamento bancário consideraram que a instituição bancária participou de modo activo na empresa, auxiliando quando necessário.

5. A atractividade, o sucesso e o impacto

No que concerne ao grau de atractividade das fontes capital de risco e financiamento bancário, constata-se uma diferença significativa. Observa-se que o grau de atractividade do capital de risco, para as PME, foi classificado entre “muito atractivo” e “ atractivo”. O grau de atractividade do financiamento bancário, pelo contrário, mereceu classificações entre “relativamente atractivo”, “pouco atractivo” e “nada atractivo”. Está patente que as empresas conside-

⁴⁶⁴ BANHA, Francisco, *Entrevista à jornalista do Diário Económico...*

ram que o capital de risco é uma fonte de financiamento mais atractiva para as PME do que o financiamento bancário.

Os aspectos que as empresas de capital de risco consideraram mais atractivos, neste instrumento, foram o facto de não terem que prestar garantias, nem encargos fixos e o facto de ser necessário elaborar um plano de negócios que capte a atenção da entidade investidora. O aspecto menos atractivo prendeu-se com as possíveis dificuldades na fase de desinvestimento.

No caso do financiamento bancário, as empresas entenderam que os aspectos mais atractivos foram a diversificação de instrumentos bancários, o facto de não terem que ceder participações sociais e a resolução imediata de problemas de tesouraria. Os aspectos menos atractivos indicados foram os elevados custos de negociação e implementação do projecto e o facto de terem que prestar garantias e a existência de encargos fixos.

No que diz respeito ao grau do sucesso na concretização do projecto, constata-se que a maioria das empresas que recorreram ao capital de risco e a maioria das empresas que recorreram ao financiamento bancário classificaram-no como “bom”.

Relativamente ao impacto que estas fontes de financiamento tiveram nas empresas, as entidades que recorreram ao capital de risco e ao financiamento bancário consideraram que as respectivas fontes de financiamento não devem ser tidas como *ultima ratio* e que os respectivos instrumentos são essenciais no desenvolvimento das PME.

Quanto ao impacto do capital de risco e do financiamento bancário na internacionalização, na expansão, no volume de emprego, de vendas e de exportações, observam-se resultados divergentes. Desta divergência, é possível constatar que o capital de risco desempenha um papel mais preponderante no que toca ao aumento do volume de emprego, e menos relevante no volume de vendas e exportações. O financiamento bancário, pelo contrário, causa maior impacto na internacionalização, na expansão e no volume de vendas.

O capital de risco e o financiamento bancário têm também um impacto diferente na possibilidade de existência das empresas. Verifica-se que o capital de risco é uma fonte de financiamento vital para as empresas que recorreram a este instrumento, pois de outra forma não existiriam. Já o financiamento bancário não se revela tão importante, pois uma percentagem significativa,

embora não represente a maioria, considera que se teria desenvolvido da mesma forma se não recorresse ao financiamento bancário.

Capítulo II – Considerações finais

O financiamento bancário e o capital de risco apresentam diversos custos e benefícios e diversas vantagens e desvantagens. Enumeram-se alguns destes aspectos.

Da análise jurídica efectuada ao instrumento de capital de risco, resulta como custo jurídico do capital de risco, o desajustamento dos benefícios fiscais para os investidores em capital de risco e para as sociedades de capital de risco. O deficiente tratamento fiscal destas entidades poderá acarretar custos para as empresas, ainda que de forma indirecta. Concretizando, a falta de benefícios fiscais adequados corre o risco de conduzir a que as entidades investidoras em capital de risco não se sintam suficientemente motivadas para realizar avultados investimentos. Desta forma, as empresas ficarão prejudicadas pela diminuição dos capitais disponíveis. Um dos benefícios jurídicos do capital de risco prende-se com a previsão legal do limite de tempo da participação do capitalista de risco no capital da empresa. Este é um benefício para as empresas, na medida em que se assegura a participação temporária do capitalista de risco, no capital próprio.

O financiamento bancário comporta como um dos principais custos jurídicos o facto de certos instrumentos requererem garantias reais ou pessoais. Como benefícios jurídicos desta fonte de financiamento, menciona-se a diversificação de instrumentos bancários disponíveis para as empresas. Alguns destes instrumentos, como é o caso do *leasing*, proporcionam às empresas determinadas vantagens.

Constata-se, ainda, como vantagens do capital de risco o facto de o capitalista de risco participar quer nas perdas, quer nos ganhos. O mesmo já não acontece no financiamento bancário. A instituição bancária participa nos ganhos mas não nas perdas.

O capital de risco não importa encargos fixos, sendo que o retorno do investidor está dependente do sucesso da empresa e só ocorre aquando da

alienação da sua participação. O financiamento bancário, pelo contrário, pode acarretar o pagamento de juros, comissões, entre outros.

Como benefício para as empresas, aponta-se também o facto de o capitalista de risco ter em conta diversos factores quando financia uma PME⁴⁶⁵: avalia o potencial de crescimento da empresa, a qualidade da equipa de gestão, o negócio, a estratégia, a experiência do empreendedor, entre outras. A instituição bancária, por sua vez, procederá a uma análise do ratio *debt/equity* e averiguará se a empresa tem património ou garantias suficientes⁴⁶⁶, o que não lhe dá uma visão de futuro e de possível rentabilidade da empresa.

As empresas que optam pelo capital de risco podem ainda beneficiar da experiência e dos conhecimentos acerca dos negócios que o capitalista de risco possui. A intervenção do investidor pode ser útil, na medida em que este pode ajudar a identificar problemas, a resolvê-los e a concluir os projectos⁴⁶⁷. Assumindo a atitude *hands-on*, o investidor está mais próximo da empresa, podendo participar na gestão da empresa e monitorizando-a tecnologicamente⁴⁶⁸⁻⁴⁶⁹. A instituição bancária, pelo contrário, mantém-se distante da gestão da empresa.

Desta confrontação entre capital de risco e financiamento bancário, verifica-se que cada qual cumpre com a sua função, de acordo com as suas características. É importante que o empreendedor saiba discernir as diferentes funções que os dois instrumentos cumprem.

O financiamento bancário apresenta-se mais vantajoso para as empresas que possuem uma estrutura financeira solidificada, capaz de suportar os custos associados a este tipo de financiamento. Este instrumento poderá acarretar

⁴⁶⁵ PEREIRA, Maria Elisabete da Costa, *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o mercado de capitais: A perspectiva do capital de risco*, Dissertação de Mestrado, FEP, 2008.

⁴⁶⁶ IAPMEI, *Guia prático do Capital de Risco*, 2006, pp. 5-8. Disponível em WWW: <<http://www.iapmei.pt>>.

⁴⁶⁷ UEDA, Masako, *Banks versus Venture Capital*, *Journal of Finance*, 2002.

⁴⁶⁸ LANDIER, Augustin, *Start-up Financing: From Banks to Venture Capital*, University of Chicago, 2003.

⁴⁶⁹ BRANDÃO, Pedro Miguel, *A saída em capital de risco: uma abordagem para as economias com mercados de capitais ilíquidos*, Dissertação de Mestrado, FEP, 2005.

menos custos para as empresas no caso de obrigações de curto prazo⁴⁷⁰ e no caso de contratos como o *leasing* e o *factoring*, que apesar de serem duradouros, trazem vantagens e benefícios para as empresas, reduzindo alguns custos. O empreendedor de uma empresa de reduzida dimensão deve ter presente e deve compreender que o financiamento bancário impede-o de canalizar os rendimentos para os seus projectos, na medida em que tem de cumprir com as obrigações a que se vinculou junto do banco. Por isso, na escolha desta fonte de financiamento, deverá optar pelas soluções de curto prazo.

O capital de risco, por seu turno, é adequado para empresas jovens, de reduzida dimensão, dado que desempenha um papel crucial na alavancagem deste tipo de empresas. É, pois, considerado uma “boa aposta para as PME portuguesas”, já que permite um “desenvolvimento equilibrado”⁴⁷¹. É, também, um instrumento capaz de responder à conjuntura actual em que as empresas vivem.

Em conclusão, o capital de risco apresenta-se uma boa e adequada opção de financiamento para as PME portuguesas. Os instrumentos de financiamento bancário não deverão, contudo, ser rejeitados. Estes podem revelar-se úteis enquanto fontes de financiamento complementar. Na verdade, tanto o capital de risco como o financiamento bancário possuem características próprias, pelo que haverá sempre que analisar qual a melhor opção de financiamento, tendo em conta as características, as necessidades e a situação de cada empresa. Dado o contexto actual de forte restrição do financiamento bancário cremos que o capital de risco poderá ser uma boa alternativa para o financiamento e concomitante desenvolvimento de novas empresas em Portugal.

⁴⁷⁰ DENNERLEIN, Rudolf K. H., *Methods of promoting the supply of risk capital. Utilizing innovative banking to improve the equity resources of SMEs*, Luxemburg, Comission of the European Communities, 1989, p. 23.

⁴⁷¹ BANHA, Francisco Manuel, *Capital de Risco – O impacto...*, p. 58.

Referências bibliográficas

- ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de troca*, Coimbra, Almedina, 2007
- ANTUNES, José A. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 2.^a ed., Lisboa, Almedina, 2009
- APCRI, *Estatísticas de 2003, 2007 e 2008*. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.apcri.pt>.
- APCRI, *Estatísticas de 2009*. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:http://www.apcri.pt>
- APCRI, *Anuário APCRI 2008-2009*, [consult. Maio 2011] Disponível em WWW:<URL:http://www.apcri.pt>
- APCRI, *Anuário 2008/2009*. Disponível em WWW:http://www.apcri.pt>
- APCRI, Glossário. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL:http://www.apcri.pt>
- APCRI, *Newsletters*, N.º IX, Abril, 2011. [consult. Julho 2011] Disponível em WWW:<URL:http://www.apcri.pt>
- APPOLINÁRIO, Fábio, *Dicionário de metodologia científica: um guia para a produção do conhecimento científico*, São Paulo, Atlas, 2007
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE DIREITO AO CRÉDITO, *Conclusões dos Encontros de Microempresários*, Lisboa e Porto, 2008. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW:<URL:http://www.microcredito.com.pt/downloads/Microempres%C3%A1rios/Encontros/Conclus%C3%B5es%20dos%20Encontros%20de%20Microempres%C3%A1rios.pdf>
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE DIREITO AO CRÉDITO, *Estatísticas de Síntese, 1999 a Janeiro de 2011*. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.microcredito.com.pt/downloads/S%C3%BAmulas%20Estat%C3%ADsticas/2011_01_sintese.pdf>
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE LEASING E FACTORING, *O Leasing em Portugal*, 2007. [consult. Fev. 2011] Disponível em: WWW: <URL:http://www.alf.pt/downloads/Leasing%20em%20Portugal%202007.pdf>
- BANHA, Francisco, *Capital de risco, empreendedorismo, qualificação e inovação no mundo global*, Revista Ingenium, n.º 121 – Janeiro/Fevereiro de 2011, pp. 34 e 35. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.fnaba.org/clipping/ING121_Francisco_Banha.pdf>
- BANHA, Francisco Manuel, *Capital de Risco. O Impacto da Fiscalidade*, Porto, Vida Económica, 1998
- BANHA, Francisco Manuel Espingardeiro, *Capital de Risco – Os tempos estão a mudar*, Lisboa, Bertrand Editora, Lda., 2000
- BANHA, Francisco, *Entrevista à jornalista do Diário Económico, Raquel Carvalho, sobre a indústria de Capital de Risco no nosso País (23.05.2011)*. [consult. Junho 2011] Disponível em: WWW: <URL:http://fbanha.blogs.sapo.pt/850508.html>
- BANK OF ENGLAND, *Finance for Small Firms – An eleventh report*, 2004, [consult. Out. 2010] Disponível em WWW: <URL:http://www.bankofengland.co.uk/publications/financeforsmallfirms/fin4small.pdf>

- BARROS, Marco, *Mercado do “private equity” em Portugal “está bem e recomenda-se”*, Vida Económica. (4 Junho 2010). [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL: <http://www.gesventure.pt/blogs/FB%20VE%204%20Jun.pdf>>
- BARROS, Marco, *Indústrias “cleantech” e empresas tradicionais inovadoras são as apostas do capital de risco*, Suplemento Vida Económica. (12 Fev. 2010)
- BELL, Judith, *Como realizar um projecto de investigação – Um guia para a pesquisa em ciências sociais e da educação*, Lisboa, Gradiva, 1997
- BELO, Fátima; CENTEIO, José, *Financiamentos alternativos – Microfinanciamentos – Breve Apresentação*, Associação Nacional de Direito ao Crédito, 2004. [consult. Fev. 2011] Disponível em: <URL:<http://www.microcredito.com.pt/downloads/Documentos/EqualFinanciaAlternativo.pdf>>
- BERKERY, Dermot, *Raising Venture Capital for serious entrepreneur*, U.K., The MacGraw-Hill Companies, 2008
- BESSIS, Joël, *Capital-Risque et financement des entreprises*, Economica, Economica, Paris, Economica, 1988
- BRANDÃO, Pedro Miguel, *A saída em capital de risco: uma abordagem para as economias com mercados de capitais ilíquidos*, Dissertação de Mestrado, FEP, 2005
- CAETANO, Paulo, *Portugal integra o top 10 europeu na envolvente legal e fiscal das SCR*, Jornal de Negócios, 21 Abril 2009. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.apcri.pt/sites/default/files/Opinião_JNeg_21042009.pdf>
- CAMPOS, Diogo Leite, *Locação Financeira (Leasing) e Locação*, Lisboa, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, Ano 62, n.º 3
- CLEANTECH GROUP, LL, *Record Number of Clean Technology Venture Deals in 1Q 2010 Finds Cleantech Group and Deloitte*, Press releases, 31 Março 2010. [consult. Nov. 2010] Disponível em: WWW: <URL:<http://cleantech.com/about/pressreleases/Q1-2010-release.cfm>>
- CMVM, *Consulta Pública sobre as Propostas de Alteração aos Regimes do Capital de Risco e da Titularização de Créditos*, Lisboa, 28 de Novembro de 2006. Disponível em WWW: <URL:<http://www.cmvm.pt/CMVM/A%20CMVM/Conferencias/Conferencias/Pages/Sessao%20publica%2028112006.aspx?nrmode=unpublished>>.
- CMVM, *Relatório Anual da Actividade do Capital de Risco em 2009*. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL:<http://www.cmvm.pt/cmvm>>
- COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, *Aplicar o programa comunitário de Lisboa – Modernizar a política das PME para o crescimento e o emprego*, COM (2005) 551 final, Bruxelas
- COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, *Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME – Promover a mais valia europeia*, Bruxelas, COM (2006) 349 final, p. 8. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW:<URL:http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26112_pt.htm>
- COMISSÃO EUROPEIA, *European SMEs under Pressure, Annual Report on EU Small and Medium-sized enterprises*, 2009, [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW:<URL:<http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figuresanalysis/performance-review/pdf/dgentr_annual_report2010_100511.pdf>
- COMISSÃO EUROPEIA – DG EMPRESA E INDÚSTRIA, *Programas de apoio da União Europeia para as PME – Panorâmica das principais oportunidades de financiamento acessíveis às*

- PME europeias*, 2009. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=4610>
- COMISSÃO EUROPEIA, *SMSs and Access to Finance*, Observatory of European SMEs, 2003. [consult. Out. 2010] Disponível em WWW: <URL: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/analysis/doc/smes_observatory_2003_report2_en.pdf>
- COMISSÃO EUROPEIA, *Trabalhar em conjunto. Política Europeia de Vizinhança*, Comunidades Europeias, 2006. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://ec.europa.eu/world/enp/pdf/information/enp_brochure_pt.pdf>
- COMISSÃO EUROPEIA, *Uma iniciativa europeia para o desenvolvimento do microcrédito em prol do crescimento e do emprego*, 2007. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26115_pt.htm>
- CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito Bancário*, 5.ª ed., Coimbra, Almedina, 2014
- CORDEIRO, António Menezes, *Da cessão financeira*, Lisboa, Lex Edições Jurídicas, 1994
- CORREIA, Alexandra, *O dinheiro dos anjos*, Visão (21 Julho 2011). [consult. Julho 2011] Disponível em WWW: <URL: http://www.gesventure.pt/blogs/dinheiro_dos_anjos.pdf>
- COSTA, Carlos Arriaga, *Métodos qualitativos na análise de risco de crédito – Confiança e credibilidade na relação entre bancos e empresas*, Universidade do Minho. [consult. 13 Fev. 2011] Disponível em WWW:<URL:<http://www1.eeg.uminho.pt/economia/caac/pagina%20pessoal/papers/WPC2A-QUALIT.PDF>>
- COYLE, Brian, *Venture Capital & Buyouts*, Chicago, Fitzroy Dearborn Publishers, 2000
- DEKEUWER-DÉFOSSEZ, Françoise, *Droit bancaire*, 7ª ed., Paris, Mémentos Dalloz, 2001
- DENNERLEIN, Rudolf K. H., *Methods of promoting the supply of risk capital. Utilizing innovative banking to improve the equity resources of SMEs*, Luxemburg, Commission of the European Communities, 1989
- DUARTE, Andrea, *Quatro milhões de euros em dez anos de microcrédito*, Público, Semanário Económico (8 Agosto 2008). [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL: <http://www.microcredito.com.pt/downloads/M%C3%A9dia/Jornais%20ou%20Revisitas/08-08-08%20-%20Semana%C3%A9rio%20Econ%C3%B3mico.pdf>>
- DUARTE, Rui Pinto, *Escritos sobre Leasing e Factoring*, Cascais, Principia, 2001
- EMPRESAS, Caixa, *Capital de risco: a aposta conjunta*, Diário Económico, n.º 4768, 27. Nov. 2009. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL: <http://www.cgd-publishing.com/caixaempresas/novembro09/pdf/RevistaCaixaEmpresasNovembro.pdf>>
- ESPERANÇA, Paulo José; MATIAS, Fernanda, *Finanças Empresariais*, 2ª Ed., Alfragide, Texto Editores, Lda., 2009
- EUROPEAN INVESTMENT FUND, *Annual Report 09*, 2009, p. 7. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL: http://www.eif.org/news_centre/publications/eif-annual-report-2009.pdf>
- EUROPEAN INVESTMENT BANK, *BEI lança novos empréstimos para PME*, 3 de Outubro de 2008. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.eib.org/about/news/eib-loan-for-smes.htm?lang=-pt>>
- EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, *Our results*. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.ebrd.com/pages/workingwithus/tambas/results.shtml>>

- EUROPEAN INVESTMENT FUND, *Resources/Mandates*. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.eif.org/what_we_do/resources/index.htm>
- EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, *TAM/BAS Programme*, Agosto de 2010. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.ebrd.com/downloads/research/factsheets/tambas.pdf>>
- EVCA, *Benchmarking European Tax and Legal Environments*, Outubro de 2008. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW:<URL:<http://www.evca.eu/publicandregulatoryaffairs/default.aspx?id=2414>>
- EVCA, *Sectoral distribution of European investments, Research statistics 2009*. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<URL:<http://www.evca.eu>>
- EXAME, *As melhores PME*, Dossiê especial, n.º 320, Dezembro de 2010
- EXAME, *500 Maiores&Melhores*, Especial 2010
- FARIA, Ana Rita, *Capital de risco gera o equivalente a dois por cento do PIB*, Público (08 Junho 2010). [consult. Nov. 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.publico.pt>>
- FEDERAÇÃO NACIONAL DE ASSOCIAÇÕES DE BUSINESS ANGELS, *Reino Unido anuncia aumento dos incentivos fiscais aos Business Angels*. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW:< URL:http://www.fnaba.org/press_release/Incentivos%20Fiscais%20aos%20BA%20aumentam%20no%20Reino%20Unido.pdf>
- FERREIRA, Damião Vellozo, *Sociedades de factoring, sociedades de capital de risco*, Viseu, Rei dos Livros, 1990
- FERNÁNDEZ, José Manuel Barreiro [e tal.], *Gestión Científica Empresarial. Temas de investigación actuales*, 1ª ed., Coruña, Netbiblo, S.I., 2003
- FNABA, *Comentários à proposta de alteração do regime das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco, no âmbito da Consulta Pública da CMVM, n.º 11/2006*, Lisboa, 4 de Dezembro de 2006. [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <http://www.fnaba.org/doc/n27_FNABA_resposta_conpublica.pdf>
- FRANCO, Luís Neves; CARVALHO, Raquel, *Nova lei vem clarificar regras de capital de risco em Portugal*, Diário Económico (27 Nov. 2007), Suplemento do Diário Económico n.º 4270. [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.gesventure.pt/em_destaque/pdf_press/DE_cap_risco_nov2007.pdf>
- GLADSTONE, David, GLADSTONE, Laura, *Venture Capital Investing. The complete handbook for investing in private businesses for outstanding profits*, New Jersey, Pearson Education, Inc., 2004
- GOMES, Ana, *Entrevista a Francisco Banha, Presidente da Direcção da FNABA – “Espero que os business angels tenham condições para serem mais atrevidos”*, O Jornal Económico – OJE, 1.Fev.2011. [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.gesventure.pt/blogs/OJE_01-02-2011.pdf>
- GOMES, Nuno Sá, *Teoria dos Benefícios Fiscais*, Lisboa, C.E.F., 1991
- GREGORIOU, Greg N.; KOOLI, Maher; KRAEUSSEL, Roman, *Venture Capital in Europe*, U.K., Elsevier Inc., 2007
- GRUPO BANCO EUROPEU DE INVESTIMENTO, *Relatório Anual 2009 – Actividades e Responsabilidade Institucional*, vol.I., 2009, [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.eib.org/attachments/general/reports/ar2009pt.pdf>>

- HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew, *Investigação por questionário*, Lisboa, Edições Sílabo, 2000
- IAPMEI, *Guia Prático do Capital de Risco*, 2006 [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW:<UTL:<http://www.iapmei.pt>>
- IAPMEI, *Sobre as PME em Portugal*, 2008 [consult. Out. 2010] Disponível em WWW:<URL:<http://www.iapmei.pt>>
- INE, *Factores de sucesso das Iniciativas empresariais 2002-2005*, 2007, p. 2. [consult. Out. 2010 e Junho 2011] Disponível em WWW: <URL: http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_estudos&ESTUDOSest_boui=6188890&ESTUDOSmodo=2>
- JAYO, Bárbara, GONZÁLEZ, Anabel; CONZETT, Casey, *EMN Working Paper n.º 6 2008-2009, Overview of the Microcredit Sector in the European Union*, Fundación Nantik Lum, 2010. [consult. Fev. 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.european-microfinance.org/data/file/section_microfinance_europe/overview-of-the-microfinance-sector-in-the-eu-2008-2009.pdf>
- JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA, Decisão n.º 1639/2006/EC, L 310/15, 9.11.2006
- JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA, L 124/36, (20.05.2003) – *Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas*. [consult. Out. 2010]. Disponível em WWW: <URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:pt:PDF>>
- LANDSTRÖM, Hans, *Handbook of Research on Venture Capital*, U.K., Edward Elgar Publishing Limited, 2007
- LANDIER, Augustin, *Start-up Financing: From Banks to Venture Capital*, University of Chicago, 2003
- LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Estudos de Direito Fiscal*, Coimbra, Almedina, 1999
- LISTER, Kate E., HARNISH, Tom D., *Directory of venture capital*, 2ª ed., Canada, John Willy & Sons, Inc., 2000
- LOPES, Cidália Maria da Mota, *A fiscalidade das Pequenas e Médias Empresas – Estudo Comparativo na União Europeia*, Coimbra, Vida Económica, 1999
- LOPES, Joaquim de Seabra, *Publicidade e protecção da privacidade nos registos públicos: um equilíbrio delicado*, in Estudos em homenagem ao Professor Doutor Jorge Ribeiro de Faria, Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Coimbra, Coimbra Editora, 2003, [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/24323/2/2784.pdf>>
- MACHADO, Alexandra, “*Business angels*” *vão ter benefícios fiscais*”, *Jornal de Negócios* (26. Jan.2010). [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=406639>
- MACHADO, Alexandra, “*Business angels*” *querem reposição de regime de benefícios fiscais de 2010*, *Jornal de Negócios* (16.Mai.2011). [consult. Junho 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.apba.pt/images/home/destaques/fiscais.pdf>>
- MACHADO, Alexandra, *Capital de risco público vai ser concentrado numa única entidade*, *Jornal de Negócios* (28. Jun. 2011). [consult. Junho 2011] Disponível em: WWW: <URL:http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=493005>

- MACHADO, Alexandra, *Problemas de financiamento chegaram ao capital de risco*, JORNAL DE NEGÓCIOS, (12.Abril.2011)
- MNF Gestão de Activos, *Fundos de Capital de Risco – Uma oportunidade*, OJE (21 Março 2009). [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.oje.pt/suplementos/poupar-e-investir/artigos-de-opiniao/fundos-de-capital-de-risco-uma-oportunidade>>
- MARTINS, António [et al.], *Estudos de Gestão de Empresas. O capital de risco em Portugal*, 2º vol., Porto, Vida Económica, 2000
- MARTÍNEZ, Soares, *Introdução a um ensino sobre estatísticas económicas*, 5ª ed. (reimpresão), Coimbra, Almedina, 2001
- MOTA, António [et al.], *Finanças da Empresa – Teoria e Prática*, 3ª ed., Lisboa, Edições Sílabo, 2010
- NEVES, João César das, *As 10 questões da crise*, Alfragide, Publicações Dom Quixote, 2011
- NVCA, *Yearbook 2010*. [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL:<http://www.nvca.org>>
- OJE, *Financiamento e partilha de riscos nas PME e start-up* (13 Abril 2010). [consult. Nov. 2010] Disponível em WWW: <URL: <http://www.oje.pt>>
- PATRÍCIO, José Simões, *Direito Bancário Privado*, Lisboa, Quid Juris-Sociedade Editora, 2004
- PATRÍCIO, José Simões, *Direito de Crédito – Introdução*, Lisboa, Lex Edições Jurídicas, 1994
- PEREIRA Gonçalves; BRANCO, Castelo, *Novo Regime Jurídico do Capital de risco: Repercussões no Desenvolvimento das Operações*, Newsletter Societário, Dezembro de 2008. [consult. Maio 2011] Disponível em WWW: <URL: http://www.gpcb.pt/xms/files/PUBLICACOES/NEWSLETTERS/societario/Newsletter_Societario_Corporate_12_2008.pdf>
- PEREIRA, Maria Elisabete da Costa, *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o mercado de capitais: a perspectiva do capital de risco*, Dissertação de Mestrado, FEP, 2008
- PEREIRA, Sofia Gouveia, *O Contrato de Abertura de Crédito Bancário*, Cascais, Principia, 2000
- PINTO, Luísa Empis de Bragança Ferreira, *As Sociedades de Capital de Risco e o seu Modus Operandi*, Universidade Lusíada de Lisboa, Julho de 2004. Dissertação de Mestrado em Direito na vertente Ciências Jurídico-Empresariais.
- PINTO, Mota, *Uma Nova Modalidade Jurídica de Financiamento Industrial: o Leasing*, in *Ciência e Técnica Fiscal*, n.º 99, de Março de 1967
- PIRES, José Maria, *Direito Bancário*, vol. II, Lisboa, Rei dos Livros, 1997
- REIS, Elizabeth, *Estatística Descritiva*, Lisboa, Edições Sílabo, 2005
- ROMEIRA, Almerinda, “*Em ocasiões de crise podem aparecer grandes oportunidades*”, PME News – Edição de Junho, Suplemento do Jornal Económico – OJE (4. Julho, 2011). [consult. Julho 2011] Disponível em WWW: <URL:<http://www.oje.pt/pme-news/pme-news-edicao-de-junho>>
- SHELLY, Carlos Fernández-Arias; ALMAGRO, Carlos Fernández-Arias; ALMARGO, José Fernández-Arias, *El contrato de préstamo y crédito: jurisprudência y doctrina española*, vol.I, Madrid, DIJUSA, 2000
- SIMÕES, Ana Raquel Lopes, *Sociedades de Capital de Risco e Fundos de Capital de Risco*, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2006. Relatório do Seminário de Direito Bancário Institucional.

- SOARES, António de Almeida Ferreira, *Breves notas sobre o novo regime jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de capital de Risco*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15 – Dezembro 2002. Disponível em WWW: <<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/b8c3d8947c274d16b25a589f0040f2ffa-Soares.pdf>>
- SOARES, Isabel [et al.], *Decisões de investimento – Análise financeira de projectos*, Lisboa, Edições Sílabo, 2008
- TEIXEIRA, Glória, *Manual de Direito Fiscal*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 2015
- TELES, Inocêncio Galvão, *Manual dos Contratos em Geral*, 4ª ed., Coimbra Editora, 2002,
- UEDA, Masako, *Banks versus Venture Capital*, Journal of Finance, 2002
- VIDA ECONÓMICA, *Bancos continuam a reduzir crédito às PME*, n.º 1394 (6 Maio 2011)

Legislação

Código Civil

Código Comercial, Carta de Lei (28.06.1888)

Código das Sociedades Comerciais

Decreto-Lei n.º 47344/66 D. R., I Série 274 (25.11.66), actualizado até à Lei n.º 23/2010, D. R., I Série 168 (30.08.10)

Decreto-Lei n.º 344/78, D. R., I Série 265/78 (17.11.78)

Decreto-Lei n.º 17/86, D. R., I Série (05.02.86)

Decreto-Lei n.º 262/86, D. R., I Série 201/86 (02.09.86), actualizado até ao Decreto-Lei n.º 33/2011, D. R., I Série 46 (07.03.2011)

Decreto-Lei n.º 248/88, D. R., I Série, 162 (15.07.88)

Decreto-Lei n.º 442-A/88, D. R., I Série 277 (30.11.88), actualizado até à Lei n.º 55-A/2010, D. R., I Série 253 (31.12.10)

Decreto-Lei n.º 442-B/88, D. R., I Série 277 (30.11.88), actualizado até à Lei n.º 55-A/2010, D. R., I Série 253 (31.12.10)

Decreto-Lei n.º 215/89, D. R., I Série 149 (01.07.89), actualizado até à Lei n.º 55-A/2010, D. R., I Série 253 (31.12.10)

Decreto-Lei n.º 187/91, D. R., I Série-A 113/91 (17.05.1991)

Decreto-Lei n.º 433/91, D. R., I Série-A 256/91 (8.11.1991)

Decreto-Lei n.º 214/92, D. R., I Série –A 236/92 (13.10.92)

Decreto-Lei n.º 149/95, D. R., I Série-A 144 (24.06.95)

Decreto-Lei n.º 171/95, D. R., I Série-A 164 (18.07.95)

Decreto-Lei n.º 230/98, D. R., I Série-A 167/98 (22.07.98)

Decreto-Lei n.º 58/99, D. R., I Série-A 51/99 (02.03.99)

Decreto-Lei n.º 187/2002, D. R., I Série-A 192 (21.08.02)

Decreto-Lei n.º 151/2004, D. R., I Série-A (29.06.04)

Decreto-Lei n.º 52/2006, D. R., I Série-A (15.03.06)

Decreto-Lei n.º 375/2007, D. R., I Série, 215 (08.11.07)

Decreto-Lei n.º 12/2010, D. R., I Série 35 (19.02.10)

Decreto-Lei n.º 58/2013, de 8 de Maio, D. R., I Série 88 (08.05.13)
 Decreto-Lei n.º 319/2002, D. R., I Série-A 300 (28.12.02)
 Lei n.º 55-A/2010, D. R., I Série 253 (31.12.10)
 Lei n.º 18/2015/, de 4 de Março, D. R., I Série (04.03.15)
 Regulamento da CMVM n.º 13/2000, D. R., II Série (09.12.2005)
 Regulamento da CMVM n.º 7/2003, D. R., II Série (30.08.2003)
 Regulamento da CMVM n.º 12/2005, D. R., II Série (09.12.2005)
 Regulamento da CMVM n.º 1/2008, D. R., II Série (07.03.2008)
 Regulamento da CMVM n.º 3/2015, D. R., n.º 215/2015, II Série (03.11.2015)

Figuras

- Figura 1** – Empréstimos do BEI para as PME em 2007-2009: linhas de crédito assinadas com os bancos intermediários em milhões de euros
- Figura 2** – Contratos de financiamento do BEI assinados em Portugal entre 2005 e 2009, em milhões de euros
- Figura 3** – Evolução do número de Sociedades de Capital de Risco entre 1986 e 1998
- Figura 4** – Número de projectos creditados pela ANDC desde 1999 a 2011
- Figura 5** – Evolução da carteira de crédito concedido (*leasing*)
- Figura 6** – Distribuição das empresas da amostra real por sectores de actividade, segundo a classificação portuguesa de actividades económicas (CAE)
- Figura 7** – Estádios de desenvolvimento das ECR
- Figura 8** – Estádios de desenvolvimento das EFB
- Figura 9** – Grau de inovação tecnológica das ECR
- Figura 10** – Grau de inovação tecnológica das EFB
- Figura 11** – Fontes de financiamento a que as ECR e as EFB recorreram
- Figura 12** – Dificuldades enfrentadas pelas ECR na obtenção do financiamento
- Figura 13** – Dificuldades enfrentadas pelas EFB na obtenção do financiamento
- Figura 14** – Tempo decorrido desde o primeiro contacto com a entidade investidora até à realização do investimento
- Figura 15** – Intervenção do capitalista de risco na gestão das ECR
- Figura 16** – Intervenção da entidade bancária na gestão das EFB
- Figura 17** – Custos e benefícios resultantes da relação empreendedor-capitalista de risco
- Figura 18** – Custos e benefícios resultantes da relação empreendedor-entidade bancária
- Figura 19** – Considerações acerca da participação no risco por parte da entidade financiadora
- Figura 20** – Percentagens de capital detidas pelas ECR
- Figura 21** – A ingerência do capitalista de risco na gestão das ECR e sua importância
- Figura 22** – Grau de atractividade do capital de risco, para as ECR, e do financiamento (crédito) bancário, para as EFB
- Figura 23** – Grau de sucesso na concretização do projecto financiado através de capital de risco

- Figura 24** – Grau de sucesso na concretização do projecto financiado através de crédito bancário
- Figura 25** – Opinião relativa ao que aconteceria sem o financiamento
- Figura 26** – Pretensão das empresas em recorrer a outro tipo de financiamento
- Figura 27** – Opinião das ECR sobre o limite temporal de 10 anos
- Figura 28** – Opinião das ECR sobre a percentagem da detenção da participação pelo capitalista de risco
- Figura 29** – O grau de sucesso do projecto e a primeira opção de financiamento, para as empresas que recorreram ao capital de risco
- Figura 30** – Grau de sucesso do projecto e a primeira opção de financiamento, para as empresas que recorreram ao financiamento bancário
- Figura 31** – Grau de sucesso do projecto e pretensão de recorrer a outro tipo de financiamento, para as empresas que recorreram ao capital de risco
- Figura 32** – Grau de sucesso do projecto e pretensão de recorrer a outro tipo de financiamento, para as empresas que recorreram ao financiamento bancário
- Figura 33** – Grau de sucesso do projecto e o melhoramento da qualidade da equipa de gestão devido à intervenção do capitalista de risco
- Figura 34** – Grau de sucesso do projecto e a presença da instituição bancária nas empresas

Quadros

- Quadro 1** – Evolução do número de Fundos de Capital de Risco e de Sociedades de Capital de Risco entre 2005 e 2009
- Quadro 2** – Número de respostas obtidas
- Quadro 3** – Distribuição das empresas da amostra real por distritos
- Quadro 4** – Distribuição das empresas da amostra real por número de pessoas empregues
- Quadro 5** – Distribuição das empresas da amostra real por volume de negócios
- Quadro 6** – Número de pessoas empregues nas ECR e nas EFB
- Quadro 7** – Volume de negócios das ECR e das EFB
- Quadro 8** – Escala do grau de inovação tecnológica e seu significado
- Quadro 9** – Escala relativa ao grau de dificuldade e seu significado
- Quadros 10 e 11** – Grau de dificuldade na obtenção de financiamento
- Quadro 12** – Considerações sobre a participação do capitalista de risco nas perdas, nos ganhos e nos negócios
- Quadro 13** – Considerações sobre a participação da entidade bancária nas perdas, nos ganhos e nos negócios
- Quadro 14** – Fases de desenvolvimento das ECR aquando do investimento em capital de risco
- Quadro 15** – Escala do grau de importância na ingerência da gestão da empresa por parte do capitalista de risco e sua importância
- Quadro 16** – A ingerência do capitalista de risco na gestão das ECR e sua importância

- Quadro 17** – Fases de desenvolvimento em que as EFB se encontravam aquando do recurso ao financiamento bancário
- Quadro 18** – Tipos de financiamento bancário a que as EFB recorreram
- Quadro 19** – Escala do grau de atractividade e seu significado
- Quadro 20** – Grau de atractividade do capital de risco para uma PME
- Quadro 21** – Grau de atractividade do crédito bancário para uma PME
- Quadro 22** – Aspectos relativos ao capital de risco e sua atractividade
- Quadro 23** – Aspectos relativos ao financiamento bancário e sua atractividade
- Quadro 24** – Escala de concordância e seu significado
- Quadro 25** – Opiniões relativas a aspectos conexos com o capital de risco
- Quadro 26** – Opiniões relativas a aspectos conexos com o financiamento bancário
- Quadro 27** – Tipos de financiamento a que as ECR e as EFB recorreriam
- Quadro 28** – Considerações das EFB relativamente a alguns aspectos jurídicos
- Quadro 29** – Matriz de correlações
- Quadro 30** – Resultados da correlação entre as variáveis DESENVOL e SITUAÇÃO
- Quadro 31** – Matriz de correlações
- Quadro 32** – Resultados das correlações entre as variáveis DESENVOL e INOVAÇÃO, para as empresas que recorreram ao capital de risco
- Quadro 33** – Resultados das correlações entre as variáveis SUCESSO e Nº EMPREGADOS, para as empresas que recorreram ao capital de risco
- Quadro 34** – Resultados da correlação entre as variáveis SUCESSO e 1ª OPÇÃO, para as empresas que recorreram ao capital de risco
- Quadro 35** – Resultados da correlação entre as variáveis DIFICULDADE e TEMPO, para as empresas que recorreram ao capital de risco
- Quadro 36** – Resultados da correlação entre as variáveis DIFICULDADE e Nº EMPREGADOS, para as empresas que recorreram ao capital de risco
- Quadro 37** – Resultados da estimação com a variável dependente: grau de atractividade do capital risco enquanto fonte de financiamento
- Quadro 38** – Matriz de correlações
- Quadro 39** – Resultados da estimação com a variável dependente: grau de sucesso na concretização do projecto financiado através de capital de risco
- Quadro 40** – Matriz de correlações

ANEXOS

ANEXO A

Quadro 8 – Escala do grau de inovação tecnológica e seu significado

Grau de inovação	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Significado	Muito bom		Bom		Razoável		Medíocre		Mau	

Figura 9 – Grau de inovação tecnológica das EFB

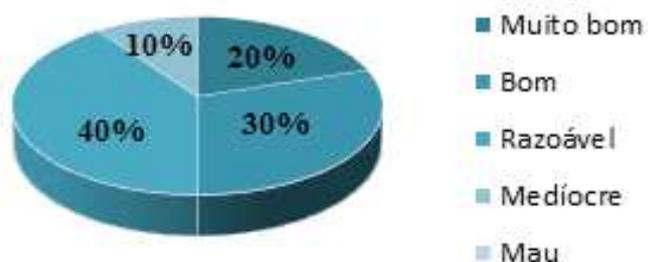
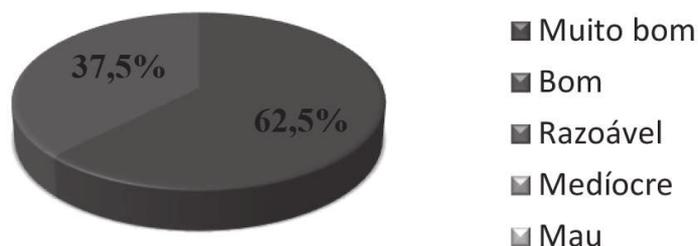


Figura 10 – Grau de inovação tecnológica das ECR



Quadro 20 – Grau de atractividade do capital de risco para uma PME

Grau de atractividade	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Percentagem de ECR	25%	12,5%	37,5%	25%	-	-	-	-	-	-

Quadro 21 – Grau de atractividade do crédito bancário para uma PME

Grau de atractividade	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Percentagem de EFB	-	-	-	-	50%	20%	10%	10%	10%	-

Quadro 30 – Resultados da correlação entre as variáveis DESENVOL e SITUAÇÃO

Variáveis	
DESENVOL	SITUAÇÃO
1	3
1	3
1	2
2	2
2	3
2	2
2	3
2	3
2	3
2	2
2	3
3	3
4	3
6	3
9	3
9	3
Resultado	+0,32

Quadro 32 – Resultados das correlações entre as variáveis DESENVOL e INOVAÇÃO, para as empresas que recorreram ao capital de risco

Variáveis	
DESENVOL	INOVAÇÃO
6	5
1	2
2	5
9	6
2	8
4	2
2	8
1	2
2	2
2	1
9	1
2	2
2	1
1	2
3	3
2	3
Resultado	+0,11

Quadro 33 – Resultados das correlações entre as variáveis SUCESSO e N° EMPREGADOS, para as empresas que recorreram ao capital de risco

Variáveis	
SUCESSO	N° EMPREGADOS
3	2
2	1
4	2
1	3
1	2
1	2
2	1
2	1
2	1
1	1
2	2
2	1
2	1
4	1
2	1
2	1
Resultado	-0,16

Quadro 34 – Resultados da correlação entre as variáveis SUCESSO e 1ª OPÇÃO, para as empresas que recorreram ao capital de risco

Variáveis	
SUCESSO	1ª OPÇÃO
3	0
2	1
4	0
1	0
1	0
1	0
2	0
2	0
2	0
1	0
2	0
2	0
2	0
4	0
2	1
2	0
Resultado	-0,03

Quadro 35 – Resultados da correlação entre as variáveis DIFICULDADE e TEMPO, para as empresas que recorreram ao capital de risco

Variáveis	
DIFICULDADE	TEMPO
4	5
4	5
2	2
8	2
8	2
4	2
5	2
5	4
1	3
9	2
8	5
5	4
9	2
7	3
7	3
4	3
Resultado	-0,20

Quadro 36 – Resultados da correlação entre as variáveis DIFICULDADE e Nº EMPREGADOS, para as empresas que recorreram ao capital de risco

Variáveis	
DIFICULDADE	Nº EMPREGADOS
4	2
4	1
2	2
8	3
8	2
4	2
5	1
5	1
1	1
9	1
8	2
5	1
9	1
7	1
7	1
4	1
Resultado	+0,11

ANEXO B

Questionário:

A incidência do capital de risco e do financiamento bancário nas empresas portuguesas, enquanto fontes de financiamento

Mestrado em Direito. Área de especialização: Ciências Jurídico-Económicas
Faculdade de Direito da Universidade do Porto

Informações de preenchimento:

O tempo previsto para o preenchimento do questionário é entre 10 a 15 minutos.

Este questionário é composto por três partes. A primeira refere-se à caracterização geral da empresa, a segunda a questões relativas ao capital de risco e a terceira parte, destina-se a questões referentes ao financiamento bancário.

Comece, por favor, por preencher a primeira parte (caracterização geral da empresa).

A maioria das perguntas é assinalada com uma cruz (x) no local apropriado.

Se o espaço disponibilizado para responder não for suficiente, poderá acrescentar linhas.

Se pretender não responder a alguma pergunta, por favor indique o motivo, junto à respectiva pergunta.

Se o questionário suscitar qualquer dúvida, coloco-me à disposição para o seu esclarecimento através do endereço de correio electrónico: **inqueritosmdje@gmail.com**

PARTE I – Caracterização geral da empresa

1. Firma/Denominação social (facultativo): _____

2. Forma Jurídica:

Sociedade em Nome Colectivo (SENC)	
Sociedade por Quotas (S. Q.)	
Sociedade Anónima (S. A.)	
Sociedade em Comandita Simples	
Sociedade em Comandita por Acções	
Outra: _____	

3. Data de Constituição: _____

4. Concelho: _____

5. Classificação da actividade económica:

Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	
Indústrias extractivas	
Indústrias transformadoras	
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	
Construção	
Comércio por grosso e retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	
Transporte e armazenagem	
Alojamento, restauração e similares	
Actividades de informação e comunicação	
Actividades financeiras e de seguros	
Actividades imobiliárias	
Outra: _____	

6. Volume de negócios anual da sua empresa:

Inferior a 2 milhões de euros	
Entre 2 a 10 milhões de euros	
Entre 10 a 50 milhões de euros	
Superior a 50 milhões de euros	

7. Número de empregados na sua empresa:

Inferior a 10	
Entre 10 a 50	
Entre 50 a 250	
Superior a 250	

8. Estádio de desenvolvimento em que a empresa se encontra actualmente:

Arranque	
Crescimento	
Expansão	
Maturidade / Consolidação	
Manutenção da posição adquirida	

9. Classifique o grau de inovação tecnológica da sua empresa, de 1 a 10, em que 1 significa muito bom e 10 significa mau.

1 (muito bom)	2	3	4	5	6	7	8	9	10 (mau)

10. Indique, quais as fontes de financiamento a que a sua empresa já recorreu.

Tipos de Financiamento	
Fundos próprios	
Capital provindo de familiares, amigos, relações sociais	
Financiamento bancário	
Capital de risco	
Subsídios/ Apoios/ Incentivos governamentais	
Outro: _____	

ATENÇÃO:

Se assinalou, **Capital de Risco e Financiamento bancário**, por favor responda à **Parte II e III** do questionário (pp. 4 a 12).

Se, na sua resposta, assinalou **Capital de Risco**, mas não financiamento bancário, por favor responda apenas à **parte de II** do questionário (pp. 4 a 8).

Se assinalou **Financiamento bancário**, mas não capital de risco, por favor responda apenas à **parte III** do questionário (pp. 8 a 12).

Se, na sua resposta, não assinalou **nem Capital de Risco nem Financiamento bancário**, por favor responda apenas às perguntas 16, 17, 18, 19, 23 e 24 da parte II (pp. 6, 7 e 8) e às **perguntas 13, 14, 15 e 16 da parte III** do questionário (pp. 11 e 12).

PARTE II – Capital de Risco

1. Em que fase de desenvolvimento a sua empresa se encontrava quando se realizou o investimento em capital de risco?

<i>Seed Capital</i>	
<i>Start-up</i>	
<i>Other early stage</i>	
Expansão	
<i>Replacement equity</i>	
<i>Management Buy-in</i>	
<i>Management Buy-out</i>	
<i>Buy-in Management Buy-out</i>	
Outro	

2. O financiamento através do capital de risco foi a sua primeira opção?
(Se responder não, indique, por favor, qual foi a primeira opção na linha disponibilizada.)

SIM NÃO _____

3. Classifique, de 1 a 10, o grau de dificuldade que a sua empresa enfrentou para obter o financiamento através de capital de risco.
(Classificação de 1 a 10, em que **1** significa **muito elevado** e **10** significa **muito baixo**. Coloque uma cruz (x) no local apropriado.)

1 (muito elevado)	2	3	4	5	6	7	8	9	10 (muito baixo)

4. Das seguintes dificuldades, quais foram as que a sua empresa enfrentou?

Resistência e/ou complexidade nas negociações.	
Elevados e/ou variados custos administrativos.	
Falta de informação / Pouca informação fornecida acerca do tipo de financiamento.	
Dificuldades em contactar com a entidade investidora em capital de risco.	
Insuficiente atractividade do plano de negócios.	
Outras: _____ _____	

5. Com qual entidade estabeleceu o seu primeiro contacto, para obtenção do investimento em capital de risco?

<i>Business angel</i> / Investidor em Capital de Risco	
Sociedade de Capital de Risco	
Fundo de Capital de Risco	
Intermediário	
Outro: _____	

6. Desde o seu primeiro contacto com a entidade investidora em capital de risco até à realização do investimento demorou:

Menos de um mês	
Entre 1 a 6 meses	
Mais de 6 meses mas menos que 1 ano	
Um ano	
Mais de um ano	

7. Qual a percentagem de capital que possui na sua empresa? _____ %

8. Qual a percentagem de capital que a entidade investidora em capital de risco possui na sua empresa? _____ %

9. A entidade investidora em capital de risco (capitalista de risco), no que toca à gestão da sua empresa, tem uma atitude:

Hands-on

Hands-off

(Se respondeu *hands-on*, por favor responda às perguntas seguintes. Se respondeu *hands-off*, passe à pergunta nº12, por favor.)

10. Considera que a atitude *hands-on* do capitalista de risco trouxe melhorias significativas para a qualidade da equipa de gestão da sua empresa?

SIM NÃO

11. Classifique, de 1 a 10, o grau de importância da ingerência na gestão da empresa por parte do capitalista de risco, tendo em conta o desempenho deste:

(Classificação de 1 a 10, em que 1 significa **extremamente importante** e 10 significa **nada importante**. Coloque uma cruz (x) no local apropriado.)

1 (extremamente importante)	2	3	4	5	6	7	8	9	10 (nada importante)

12. Classifique a relação empreendedor-capitalista de risco, colocando uma cruz (x), no local apropriado.

Muito boa	
Boa	
Razoável	
Má	

13. Quais os custos ou os benefícios para a sua empresa, que considera que advêm dessa relação?

Custos	
Torna mais difícil a tomada de decisão.	
Torna morosa a tomada de decisão.	
Perda de autonomia na direcção ou gestão da empresa.	
Impossibilidade de usufruir da totalidade dos ganhos da empresa.	
Outros: _____	

Benefícios	
Traz novos e importantes contactos/relações para a empresa.	
Reconhecimento de novas oportunidades.	
Traz novos conhecimentos e experiência.	
Ajuda na resolução de problemas muito difíceis.	
Outros: _____	

14. Considera que o capitalista de risco...

Assume a totalidade do risco	
Assume parcialmente o risco	
Não assume o risco	

	SIM	NÃO
Participa nas perdas		
Participa nos ganhos		
É um verdadeiro parceiro de negócios		

15. Classifique o grau de sucesso da concretização do seu projecto, financiado através do capital de risco.

Muito bom	
Bom	
Razoável	
Mau	

16. Classifique, de a 1 a 10, o grau de atractividade que considera que o Capital de Risco tem, enquanto fonte de financiamento para as PME.

(Classificação de 1 a 10, em que **1** significa **muito atractivo** e **10** significa **nada atractivo**. Coloque uma cruz (x) no local apropriado.)

1 (muito atractivo)	2	3	4	5	6	7	8	9	10 (nada atractivo)

17. Classifique, de 1 a 10, os seguintes aspectos relativos ao capital de risco.

(Classificação de 1 a 10, em que **1** significa **muito atractivo** e **10** significa **nada atractivo**. Coloque em cada quadrícula o número da classificação pretendida.)

Reduzidos custos de negociação e implementação do projecto.	
Não ter que prestar garantias.	
Não ter encargos fixos (por exemplo: juros).	
Possibilidade de efectuar acordos-parassociais / Acordar termos e condições.	
Elaborar um plano de negócios que capte a atenção da entidade investidora em capital de risco.	
Possíveis dificuldades na fase de desinvestimento.	

18. Das seguintes afirmações classifique-as de 1 a 10.

(Classificação de 1 a 10, em que 1 significa **concordo absolutamente** e 10 significa **discordo totalmente**. Coloque em cada quadrícula o número da classificação pretendida.)

Uma empresa apenas deve ser financiada através de capital de risco, em <i>ultima ratio</i> e/ou quando se esgotaram todas as outras possibilidades de financiamento.	
O capital de risco é um instrumento essencial ao desenvolvimento das empresas, sobretudo das PME.	
O capital de risco é de difícil acesso.	
O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu a internacionalização/ expansão da empresa.	
O investimento realizado através de capital de risco permite/ permitiu aumentar o volume de emprego da empresa.	
O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de vendas.	
O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de exportações.	

19. Considera que a tributação imposta às SCR, FCR e ICR é adequada para promover o investimento de capital de risco numa PME?

SIM NÃO

20. Considera que o limite temporal (10 anos) da detenção de capital por parte do Capitalista de Risco é:

Muito tempo.	
Tempo suficiente	
Pouco tempo	
Muito pouco tempo	

21. Considera que a percentagem da detenção da participação por parte do capitalista de risco deveria ser:

Superior a 50%	
Entre 50% – 40%	
Entre 40% – 30%	
Entre 30% – 20%	
Igual ou inferior a 10%	

22. Na sua opinião, sem o investimento realizado em capital de risco, a sua empresa:

Ter-se-ia desenvolvido mais rapidamente.	
Ter-se-ia desenvolvido da mesma forma.	
Não existiria ou não se teria desenvolvido.	

Fonte: NUBS/EVCA

23. Pretende vir a recorrer a outro tipo de financiamento?

(Se responder sim, diga, na linha disponibilizada, em que situação.)

SIM _____ NÃO

24. A que tipo de financiamento recorreria?

Empréstimo bancário de curto prazo.	
Empréstimo bancário de médio prazo.	
Empréstimo bancário de longo prazo.	
Desconto bancário (por exemplo: letras, livranças).	
<i>Leasing.</i>	
<i>Factoring.</i>	
Subsídios/ Apoios/ Incentivos governamentais.	
Outro: _____	

25. Se pretender, exponha os aspectos sobre o capital de risco que considera relevantes para a sua empresa (por exemplo: aspectos legais, fiscais, económicos, custos, benefícios...).

--

PARTE III – Financiamento bancário

1. Em que fase de desenvolvimento a sua empresa se encontrava quando recorreu ao financiamento bancário?

Arranque	
Crescimento	
Expansão	
Maturidade / Consolidação	
Manutenção da posição adquirida	

2. Coloque uma cruz (x) no(s) tipo(s) de financiamento bancário a que recorreu.

Empréstimo bancário de curto prazo.	
Empréstimo bancário de médio prazo.	
Empréstimo bancário de longo prazo.	
Desconto bancário (por exemplo: letras, livranças).	
<i>Leasing.</i>	
<i>Factoring.</i>	
Garantias bancárias (por exemplo: fiança, aval)	
Outro: _____	

3. O financiamento bancário foi a sua primeira opção?

(Se responder não, indique qual foi a primeira opção, na linha disponibilizada.)

SIM NÃO _____

4. Classifique de 1 a 10 o grau de dificuldade que a sua empresa enfrentou para obter o financiamento bancário.

(Classificação de 1 a 10, em que **1** significa **muito elevado** e **10** significa **muito baixo**. Coloque uma cruz (x) no local apropriado.)

1 (muito elevado)	2	3	4	5	6	7	8	9	10 (muito baixo)

5. Das seguintes dificuldades, quais foram as que a sua empresa enfrentou?

Resistência e/ou complexidade nas negociações.	
Elevados e/ou variados custos administrativos.	
Falta de informação / Pouca informação fornecida acerca do tipo de financiamento.	
Dificuldades em fornecer as garantias necessárias.	
Serviço demorado e/ou precário.	
Outras: _____	

6. Desde o seu primeiro contacto com a(s) instituição (instituições) bancária(s) até à obtenção do financiamento demorou:

Menos de um mês	
Entre 1 a 6 meses	
Mais de 6 meses mas menos que 1 ano	
Um ano	
Mais de um ano	

7. Considera que a instituição bancária tem presença activa na sua empresa, ajudando-a quando necessita?

SIM NÃO

8. A instituição bancária intervém na sua equipa de gestão?

SIM NÃO

9. Classifique a relação empreendedor-instituição bancária, colocando uma cruz (x), no local apropriado.

Muito boa	
Boa	
Razoável	
Má	

10. Quais os custos e os benefícios para a sua empresa, que considera que advêm dessa relação?

Custos	
Torna mais difícil a tomada de decisão.	
Torna morosa a tomada de decisão.	
Ter que apresentar informações específicas acerca da empresa.	
Ter que prestar garantias patrimoniais e/ou pessoais.	
Outros: _____	

Benefícios	
Traz novos e importantes contactos/relações para a empresa.	
Reconhecimento de novas oportunidades.	
Não ter que partilhar os ganhos da empresa.	
Ajuda na resolução de problemas muito difíceis.	
Outros: _____	

11. Considera que a instituição bancária...

Assume a totalidade do risco	
Assume parcialmente o risco	
Não assume o risco	

	SIM	NÃO
Participa nas perdas		
Participa nos ganhos		
É um verdadeiro parceiro de negócios		

12. Classifique o grau de sucesso da concretização do seu projecto, financiado através do crédito bancário.

Muito bom	
Bom	
Razoável	
Mau	

13. Classifique, de a 1 a 10, o grau de atractividade que considera que o financiamento bancário (crédito) tem, enquanto fonte de financiamento para as PME. (Classificação de 1 a 10, em que **1** significa **muito atractivo** e **10** significa **nada atractivo**. Coloque uma cruz (x) no local apropriado.)

1 (muito atractivo)	2	3	4	5	6	7	8	9	10 (nada atractivo)

14. Classifique de 1 a 10, os seguintes aspectos relativos ao financiamento bancário.

(Classificação de 1 a 10, em que **1** significa **muito atractivo** e **10** significa **nada atractivo**. Coloque em cada quadrícula o número da classificação pretendida.)

Elevados custos de negociação e implementação do projecto.	
Ter que prestar garantias e/ou ter encargos fixos (por exemplo: juros).	
Ter que abrir conta na instituição bancária.	
Haver vários instrumentos bancários disponíveis.	
Não ter que ceder participações sociais.	
Resolução imediata dos problemas de tesouraria.	

15. Das seguintes afirmações classifique-as de 1 a 10.

(Classificação de 1 a 10, em que **1** significa **concordo absolutamente** e **10** significa **discordo totalmente**. Coloque em cada quadrícula o número da classificação pretendida.)

Uma empresa apenas deve recorrer ao financiamento bancário, em <i>ultima ratio</i> e/ou quando se esgotaram todas as outras possibilidades de financiamento.	
O financiamento bancário é essencial ao desenvolvimento das empresas, sobretudo das PME.	
O financiamento bancário é de difícil acesso.	
O financiamento obtido através da instituição bancária permite/permitiu a internacionalização/expansão da empresa.	
O financiamento bancário permite/permitiu aumentar o volume de emprego da empresa.	
O financiamento bancário permite/permitiu aumentar o volume de vendas	
O financiamento bancário permite/permitiu aumentar o volume de exportações.	

16. Coloque uma cruz (x) na opção pretendida.

Considera que...	SIM	NÃO
...os termos e as condições estabelecidos pela(s) instituição (instituições) bancária(s) incentivam o investimento nas PME?		
...o cliente que acede ao financiamento bancário deve ter maior protecção jurídica?		
...as consequências, em caso de incumprimento (por exemplo: pagar juros, imposto sobre os juros, cláusulas penais, entre outros), agravam ainda mais a situação de incumprimento da empresa?		
...quando a empresa atravessa sérias dificuldades financeiras, a renegociação do crédito deve ser prioritário, quer para a instituição bancária, quer para o cliente?		
...os mecanismos legais de que a instituição bancária, enquanto credora, pode accionar (por exemplo: penhorar bens, requerer a insolvência da empresa, entre outros), apenas devem ser utilizados em casos de impossibilidade de renegociação?		

17. Na sua opinião, sem o recurso ao financiamento bancário, a sua empresa:

Ter-se-ia desenvolvido mais rapidamente.	
Ter-se-ia desenvolvido da mesma forma.	
Não existiria ou não se teria desenvolvido.	

Fonte: NUBS/EVCA

18. Pretende vir a recorrer a outro tipo de financiamento?

SIM NÃO

19. Se respondeu “SIM”, a que tipo de financiamento recorreria?

Empréstimo bancário de curto prazo.	
Empréstimo bancário de médio prazo.	
Empréstimo bancário de longo prazo.	
Desconto bancário (por exemplo: letras, livranças).	
<i>Leasing.</i>	
<i>Factoring.</i>	
Capital de Risco.	
Subsídios/ Apoios/ Incentivos governamentais.	
Outro: _____	

20. Se pretender, exponha os aspectos sobre o financiamento bancário que considera relevantes para a sua empresa (por exemplo: aspectos legais, fiscais, económicos, custos, benefícios...)

FIM DO QUESTIONÁRIO. OBRIGADA PELA SUA COLABORAÇÃO!

ANEXO C



Exmo. Senhor(a)
Administrador(a),

Assunto: Colaboração num estudo sobre capital de risco e financiamento bancário, no âmbito de tese de Mestrado.

No âmbito da elaboração de uma dissertação de Mestrado em Direito, na área de especialização em Ciências Jurídico-Económicas, pela Faculdade de Direito da Universidade do Porto, sob a orientação de Doutor José Neves Cruz, Professor Associado da FDUP, estamos a efectuar um estudo sobre os custos e benefícios relacionados com o capital de risco e o financiamento bancário, para as empresas portuguesas.

Com este trabalho pretendemos investigar a óptica das empresas nacionais nesta temática, pelo que solicito a sua colaboração no preenchimento do questionário que junto em anexo. A sua participação é essencial, para analisarmos a incidência jurídica e económica destas fontes de financiamento, bem como o acesso e a atractividade, que possuem para as nossas empresas.

Todas as informações constantes dos questionários são confidenciais e apenas serão utilizadas para fins académicos.

Os questionários, devidamente preenchidos e respondidos, devem ser enviados até ao dia 15 de Março de 2011. Para o efeito, deverá colocá-los dentro do envelope em anexo, que se encontra devidamente endereçado e selado.

Poderá esclarecer qualquer dúvida que surja no preenchimento dos questionários, através do contacto de correio electrónico: inqueritosmdje@gmail.com.

Agradeço a sua colaboração.
Com os melhores cumprimentos,
Marta Fernandes dos Ramos