



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM
CIÊNCIAS EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

Dissertação

**O FINANCIAMENTO DAS PME ATRAVÉS DO
CAPITAL DE RISCO**

**MIGUEL RODRIGUES PRAZERES DOS SANTOS
AUGUSTO – N.º 41634**

JUNHO – 2014



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM
CIÊNCIAS EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

Dissertação

**O FINANCIAMENTO DAS PME ATRAVÉS DO
CAPITAL DE RISCO**

**MIGUEL RODRIGUES PRAZERES DOS SANTOS
AUGUSTO – N.º 41634**

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DR. JOSÉ DIAS LOPES

JUNHO – 2014

RESUMO

O financiamento das empresas é uma rubrica que tem estado em discussão um pouco por todo o mundo. Tem vindo a demonstrar uma crescente preocupação, devido ao facto de não só em Portugal, mas um pouco por toda a Europa, estarmos a presenciar uma crise sem precedentes. Esta crise tem afetado não só as pequenas empresas, como também as grandes empresas, na medida em que o financiamento bancário tem vindo a ser cada vez mais difícil de obter por parte das mesmas. O financiamento bancário continua a ser o recurso de financiamento mais procurado no nosso país, mas nos tempos que correm deparamo-nos com diversas dificuldades no acesso ao mesmo. Foi por esta razão que achei necessário equacionar alternativas de financiamento para as nossas empresas.

O presente estudo terá como objetivo tentar perceber se o financiamento através de CR é uma boa solução para o investimento nas PME. Pretende dar a conhecer alternativas de financiamento disponíveis no nosso país, e pretende também analisar as diferenças entre PME e Não PME neste tipo de financiamento. Pretende ainda, compreender as motivações ao investimento em CR, saber em que situações se recorre à sindicância e obter sugestões para uma melhoria do enquadramento legal fiscal e regulatório para atividade de CR em Portugal.

Na prossecução dos objetivos traçados, elaborou-se um questionário que permitisse recolher a informação necessária para análise. Este mesmo questionário foi dirigido às Sociedades de Capital de Risco, visando a obtenção de dados respeitantes às diferenças existentes entre pequenas e médias empresas (PME) e grandes empresas (Não PME) em termos de características, monitorização, investimento e desinvestimento e ainda de aspetos legais, fiscais e regulatórios.

Palavras-chave: Capital de risco, Financiamento, Pequenas e médias empresas

ABSTRACT

The current financial situation we are into has been the main topic of discussion all over the world since the beginning of the crisis and the consequent economic meltdown. The changes on the financial system had particular influence on the European countries, especially in countries with very dependent and weak economies like Portugal or Greece.

The Banking system, despite its own difficulties, is still nowadays the most preferable resource in terms of finance for the Portuguese companies, but this economic and financial instability turned the companies' access to the banking system much more complex.

This assessment aims to try to understand if private equity financing it's a good solution for investment in SME. Also aims to explore alternative ways of finance, with special focus on the Venture Capital separating Small and medium enterprise and larger companies. With this essay, my aim is also to examine the advantages and motivations for this type of investment, and in which cases venture capital societies use syndication. Another concern is to attend possible improvements and adaptations to our financial and legal system, in terms of VC activity.

To elaborate the study of this possibility, I have created a survey to find the most accurate information for analysis.

The purpose of this inquiry was to gather data from Venture Capital Societies and Venture Capital Funds, to have a better understanding and a more detailed information on the different needs in terms of finance between small and large companies.

Key words: Private equity, Financing, Small and medium enterprises

AGRADECIMENTOS

A realização desta Dissertação de Mestrado só foi possível com o contributo e apoio de algumas pessoas, pelo que gostaria agora, após o dever cumprido, de prestar o meu agradecimento e reconhecimento a todas elas, em particular:

Ao Professor Dr. José Dias Lopes, meu orientador, por ter aceite orientar este trabalho, pela sua competência, conhecimentos e tempo que me disponibilizou, bem como pelas correções, críticas e sugestões que fez durante a elaboração desta dissertação e que pela sua relevância em muito contribuíram para o seu melhoramento.

Aos meus pais e irmão pelo apoio e encorajamento.

Gostaria de agradecer em especial à Joana Oliveira, pelo companheirismo.

Mais uma vez, a todos os que contribuíram para a realização desta Dissertação, os meus sinceros agradecimentos.

SIGLAS E ABREVIATURAS

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco
BA – Business Angels
BCE – Banco Central Europeu
BEI – Banco Europeu de Investimento
CE – Comissão Europeia
CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CR – Capital de Risco
EBAN – European Business Angels Networks
EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association
FCR – Fundos de Capital de Risco
GFCR – Gestores de Fundos de Capital de Risco
IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas
ICR – Investidores de Capital de Risco
IPO – Initial Public Offering
MBI – Management Buy-in
MBO – Management Buy-out
Não PME – Grandes empresas
PE – Private Equity
PME – Pequenas e médias empresas
SCR – Sociedades de Capital de Risco
SGPS – Sociedades Gestoras de Participação Social
UE – União Europeia
VC – Venture Capital
VC`s – Venture Capitalists (o mesmo que capitalistas de risco)

ÍNDICE

RESUMO	i
ABSTRACT	ii
AGRADECIMENTOS	iii
SIGLAS E ABREVIATURAS	iv
INTRODUÇÃO	1
Capítulo I – Revisão de Literatura	3
1. Pequena e Média Empresa Portuguesa.....	3
1.1. Conceito de Pequena e Média Empresa.....	3
1.2. Caracterização da Pequena e Média Empresa Portuguesa.....	3
2. Estrutura de Capitais das Empresas	5
2.1. Diferenças na estrutura de capitais das empresas	6
2.2. Relação entre a dimensão das empresas e a sua longevidade	6
2.3. Como determinar a estrutura de capitais de uma empresa.....	7
2.4. Iniciativas que melhoraram as condições das PME	8
3. Financiamento	8
3.1. Financiamento Interno e Externo.....	9
3.2. Fontes de financiamento	10
3.2.1. Crédito Bancário	10
3.2.2. Linha de crédito.....	10
3.2.3. Micro crédito	11
3.2.4. Outras fontes de financiamento.....	11
Capítulo II - Capital de Risco	11
1. Conceito	12
1.1. Definição e Características	12
1.2. As formas de entrada no CR	13
1.2.1. Early Stage:	13
1.2.2. Later Stage:	14
1.3. Estrutura e forma do investimento em Capital de Risco.....	15
1.4. A saída do Capital de Risco	16
1.5. Vantagens.....	17
1.6. Operadores de CR	17
1.7. Importância do CR no financiamento das PME	20
1.8. Em síntese	22
Capítulo III - Estudo Empírico	23
CONCLUSÕES	33
LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES	35

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I: Definição de média, pequena e micro empresas.....	3
Tabela II: Mix de Financiamento	7
Tabela III: Crowdfunding, Factoring, Leasing.....	11

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Evolução do número de constituições e extinções de empresas (2009-2013)	4
Figura 2: Percentagem de empresas jovens, adultas e maduras em cada escalão de dimensão	7
Figura 3: Estruturas de capital por fases do ciclo de crescimento	15
Figura 4: Quantia investida pelos BA na Europa (2012).....	18
Figura 5: Evolução dos montantes sob gestão, em Portugal (2003 – 2012).....	20
Figura 6: Papel do CR na economia portuguesa.....	22
Figura 7: Situações em que se recorre à sindicância.....	26
Figura 8: Fases do ciclo de vida onde mais investem.....	27
Figura 9: Setores de atividade onde foram realizados mais investimentos	27
Figura 10: Participação no capital social das empresas (% do número de participações)..	28
Figura 11: Intervenção na gestão das participadas	28
Figura 12: Áreas de Intervenção	29
Figura 13: Frequência com que medem a performance.....	29
Figura 14: Frequência com que visitam as participadas	30
Figura 15: Mecanismo que mais se utiliza no controlo	30
Figura 16: Dificuldades experimentadas em processos de desinvestimento	31
Figura 17: Estratégias de desinvestimento experimentadas.....	32
Figura 18: Origem dos fundos, por tipo de investidor em % do montante total.....	49
Figura 19: Distribuição do valor investido por setores de atividade (Final de 2012).....	49
Figura 20: Distribuição do valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas (Final de 2012)	50
Figura 21: Evolução do tipo de estratégias de desinvestimento (peso do número de desinvestimentos).....	50
Figura 22: Principais fontes dos fundos angariados (2010-2013)	51
Figura 23: Participação no capital social das empresas (% do número de participações – Final de 2012).....	51
Figura 24: Sindicância com outras SCR (2011-2013)	51

INTRODUÇÃO

A crise financeira internacional, que teve origem em 2008, nos E.U.A, teve repercussões desastrosas para a economia da zona euro em geral, e Portugal foi um dos países onde essas repercussões se fizeram sentir com maior gravidade. Consequentemente, diversos fenómenos têm acontecido no nosso país, nomeadamente uma taxa de desemprego elevadíssima, população ativa emigrando, cidadãos com cada vez menos filhos, o que causará grandes problemas no futuro devido à falta de renovação de gerações. Outro fenómeno bastante preocupante, decisivo para a opção pelo tema do meu trabalho final de mestrado, foi a escassez do crédito financeiro, impossibilitando as nossas empresas de se financiarem e de, consequentemente, criarem valor acrescentado, emprego, e riqueza para o país. Acresce, como motivação, o reconhecimento da importância crescente que o crédito tem na criação e desenvolvimento de empresas.

Nos tempos que correm, de acordo com o BCE, o acesso ao financiamento das grandes empresas está a ficar normalizado na Zona Euro, passando a prioridade pelas pequenas e médias empresas.¹ Num país onde 99.7% de empresas são PME², vários são os riscos de recuperação económica decorrentes das dificuldades de acesso ao crédito; é de extrema importância saber que alternativas de financiamento são favoráveis a este tipo de empresa, uma vez que a escassez no acesso ao financiamento tradicional ainda constitui um grande impedimento para o aparecimento, sobrevivência e crescimento das PME, sobretudo para as inovadoras. Estas jovens empresas são um fator de extrema importância para o crescimento económico, uma vez que têm potencial para serem as grandes empresas do futuro. Para Longenecker, Moore e Petty (1997), como parte da comunidade empresarial, as pequenas e médias empresas contribuem inquestionavelmente para o bem-estar económico da sociedade, uma vez que produzem uma grande parte do total de bens e serviços. As PME oferecem contribuições excepcionais, na medida em que fornecem novos empregos, introduzem inovação, estimulam a competição, auxiliam as grandes empresas e produzem bens e serviços com eficiência.

Neste sentido, esta dissertação terá o objetivo de tentar perceber se o financiamento através de CR é uma boa solução para o investimento nas PME. Analisar-se-á a situação da PME em Portugal, bem como as diferenças existentes entre PME e Não PME nas estruturas de capitais das empresas e na atividade de CR. Refletir-se-á sobre alternativas de financiamento para as pequenas empresas, com principal enfoque no financiamento de Capital de Risco. O estudo pretende ainda compreender as motivações ao investimento de CR, saber em que situações se recorre à sindicância

¹Disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/pme/detalhe/bce_dificuldade_de_financiamento_das_pme_e_claramente_uma_ameaca_a_retoma.html

² Disponível em: https://www.informadb.pt/biblioteca/ficheiros/22_Tecido_empresarial_em%20Portugal_2012.pdf

e obter sugestões para uma melhoria do enquadramento legal fiscal e regulatório. O estudo empírico incidirá nas SCR como explicado mais à frente.

Este trabalho está organizado em quatro capítulos. Inicialmente efetua-se uma revisão da literatura acerca da pequena e média empresa portuguesa, da estrutura de capitais das empresas e acerca do financiamento. No capítulo segundo apresenta-se ainda uma revisão da literatura sobre o tema principal, o Capital de Risco. No terceiro capítulo é realizado o estudo empírico, onde se procedeu à realização de um questionário dirigido a todas as SCR existentes em Portugal e registadas na CMVM, com o objetivo de mostrar evidências da importância do capital de risco no financiamento das pequenas e médias empresas. Por último, apresentam-se as principais conclusões a reter do estudo empírico realizado, bem como as suas limitações e recomendações.

CAPITULO I – REVISÃO DE LITERATURA

1. Pequena e Média Empresa Portuguesa

As PME geram emprego e dinheiro, promovendo, com isso, o desenvolvimento económico de uma sociedade. São, também, estimuladoras de competência, contribuindo assim para o aumento do emprego e, conseqüentemente, para a diminuição dos problemas sociais (Puga 2000 apud Neto e Filho, J. 2007)

1.1. Conceito de Pequena e Média Empresa

“Entende-se por empresa qualquer entidade que, independentemente da sua forma jurídica, exerce uma atividade económica.”, de acordo com o estabelecido no artigo primeiro da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de Maio de 2003 (CE, 2003), que entrou em vigor em 1 de Janeiro de 2005.

Na mesma Recomendação é possível encontrar, no artigo segundo, informação relativa aos efetivos e limiares financeiros que definem as empresas, apresentando-se uma micro empresa como aquela que emprega menos de 10 colaboradores e que possui uma faturação ou um ativo total inferior a 2 milhões de euros. Uma empresa de tamanho pequeno é caracterizada como uma empresa que emprega menos de 50 pessoas e cujo volume de negócios anual e ativo total anual não excedem os 10 milhões de euros. Nesta categoria das PME podemos ainda denominar de médias empresas aquelas que empregam menos de 250 colaboradores e cujo volume de negócios anual não excede os 50 milhões de euros ou cujo ativo total anual não exceda 43 milhões de euros. O montante do volume de negócios considerado é calculado com exclusão do imposto sobre o valor acrescentado e de outros impostos indiretos.

Tabela I: Definição de média, pequena e micro empresas

Categoria de empresa	Efetivos	Volume de negócio	ou	Balço Total
Média	<250	≤ 50 milhões de euros		≤ 43 milhões de euros
Pequena	<50	≤10 milhões de euros		≤ 10 milhões de euros
Micro	<10	≤ 2 milhões de euros		≤ 2 milhões de euros

Fonte: Recomendação da Comissão Europeia (CE, 2003)

1.2. Caracterização da Pequena e Média Empresa Portuguesa

De acordo com o Barómetro Empresarial Informa D&B, em 2012, as PME representavam 99,7% do tecido empresarial português, representando 55,1% no que toca à distribuição do volume de negócios e ainda 72,1% de distribuição do número de empregados. As grandes empresas, 0,3% do total, eram responsáveis por 44,9% do volume negócios e ainda por 27,9% do número de

trabalhadores em Portugal. Como podemos constatar, a importância dada às PME reside no facto de comporem maioritariamente a estrutura empresarial a nível nacional, criarem um número bastante significativo de postos de trabalho e de realizarem grande parte do volume de negócios³. A importância das PME não se resume apenas a estes aspetos; é verdade que já demonstraram, pela análise dos dados, a sua extrema importância para os mercados, já que contribuem para uma maior dinamização da economia, mas diversos autores enunciam outras características também de extrema importância, nomeadamente a grande capacidade de adaptação às mudanças, fazendo com que tenham maior resistência às crises (Lopes, 1999). Banha (2000) enuncia ainda outras características, tais como: a flexibilidade, a criatividade, a rapidez na decisão, a forte motivação das equipas, o crescimento e a rentabilidade acima da média, que dão ainda maior ênfase à importância destas empresas não só a nível nacional como internacional.

No Barómetro Anual Informa D&B (2013), podemos observar que 2013 foi o ano em que mais empresas foram criadas desde 2009, tendo sido constituídas 35.296 empresas, mais 12,8% do que em 2012. O encerramento de empresas diminuiu 20%, tendo-se registado 14.504 dissoluções (Figura 1).

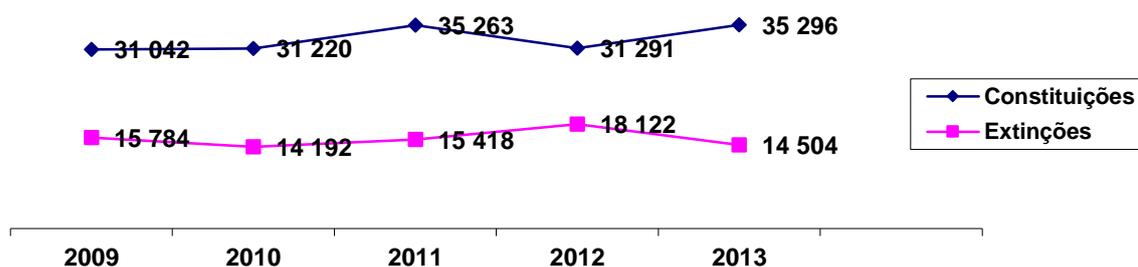


Figura 1: Evolução do número de constituições e extinções de empresas (2009-2013)

Fonte: Informa D&B; Dados: publicações de atos societários/Ministério da Justiça

³ O tecido empresarial de 2012 era composto por 487.840 empresas. A prestação de contas é obrigatória para um conjunto de formas jurídicas que em 2012 representavam 429.756 empresas.

2. Estrutura de Capitais das Empresas

A temática da estrutura de capital foi abordada pela primeira vez por Modigliani e Miller (1958), e, até aos dias de hoje, muitos têm sido os estudos levados a cabo com o intuito de encontrar a estrutura ótima de capital de uma empresa, ou seja, aquela que maximize o seu valor. No contexto empresarial, como refere Ross *et al.* (2013), as decisões sobre estrutura de capital apresentam grandes implicações para o valor de uma empresa e para o seu custo de capital. As economias fiscais associadas ao passivo financeiro, os custos de falência, os custos de transação, o problema da seleção adversa e os conflitos de agência, têm sido os maiores argumentos e as explicações mais frequentes para o uso que as empresas fazem do passivo. Estas ideias deram origem ou estiveram na base de duas das principais teorias sobre estrutura de capital, a teoria do Trade-off e a teoria da Pecking order de Myers e Majluf (1984).

A Static Tradeoff Theory, sustenta a ideia de que, se por um lado o endividamento traz vantagens para a empresa, por meio de benefício fiscal que lhe está associado, por outro, traz também custos relacionados com a falência das empresas; deste modo, quanto maior for o grau de endividamento da empresa maior a sua probabilidade de falência. Myers (1984)

Segundo a teoria do Pecking Order, proposta por Myers (1984), tendo por base a teoria da informação assimétrica de Myers e Majluf (1984), as empresas seguem uma sequência hierárquica aquando das decisões de financiamento. Inicialmente, recorrem aos fundos gerados internamente, e apenas quando estes fundos não são suficientes para cobrir as necessidades se recorre ao financiamento externo, começando por emitir dívida, deixando para último o recurso à emissão de ações.

Enquanto a abordagem Trade-off sugere um nível ótimo de endividamento que será alcançado pelo equilíbrio entre benefícios fiscais associados à utilização de dívida, e os custos de falência, a teoria da Pecking Order não se compactua com uma estrutura ótima de capital, mas sim com uma hierarquização das fontes de financiamento, de acordo com o seu custo.

Outra corrente teórica, bastante presente na literatura, é a teoria dos custos de agência, que, segundo Rocha (2000), sugere que os investidores são relutantes em investir em empresas jovens e de crescimento rápido, em resposta à ausência de lucros. No entanto, dada a coincidência entre a propriedade e a gestão na maior parte das PME, a existência de custos de agência acaba por não ser relevante. Nesta teoria, a orientação é para a minimização do risco mais do que para a maximização do valor, devido à carteira pouco diversificada do proprietário. Porém, a realidade e o comportamento das empresas nem sempre conseguem ser explicadas convenientemente pelas teorias financeiras, de forma que não há um consenso geral sobre esta matéria, em termos teóricos.

2.1. Diferenças na estrutura de capitais das empresas

Inerentes às teorias expostas anteriormente estão, implícitos ou explícitos, diversos determinantes que condicionam e fundamentam a escolha da estrutura de capital de cada empresa. De acordo com Teixeira (2012), os determinantes mais comuns e mais testados têm sido os seguintes: dimensão, tangibilidade dos ativos, rendibilidade, oportunidades de crescimento e vantagens fiscais não resultantes do endividamento.

Para Rocha (2000), existem várias dificuldades ao nível da escolha entre o financiamento de capitais internos e/ou financiamento de capitais externos, assim como da sua quantidade e necessidade, originadas pelas discrepâncias existentes entre pequenas e grandes empresas no que toca à sua estrutura de capitais.

A decisão de financiamento passa por um conjunto de decisões que tem em vista a obtenção dos capitais necessários ao crescimento e gestão da empresa. Rocha (2000) refere ainda que as causas para essas diferenças de escolha entre capitais internos e externos se encontram tanto do lado da oferta de fundos (ex. instituições financeiras) como do lado da procura de fundos (pequenas empresas). Para justificar as diferenças causadas na formação da estrutura de capitais das empresas, do lado da oferta, o autor refere:

- a possível existência de assimetria de informação, mais acentuada nas empresas de menor dimensão, impedindo que potenciais investidores se sintam seguros;
- a possível ocorrência de custos de agência mais pesados e desincentivadores em termos relativos quando comparados com os das empresas de maior dimensão;
- os custos de transação elevados;
- a existência de barreiras regulamentares e financeiras.

Como justificações do lado da procura, Rocha (2000) questiona a disposição dos proprietários em reduzir/perder grau de controlo da sua empresa para obter capital e a necessidade de capital externo das pequenas e médias empresas.

Segundo Berger e Udell (1998), a principal característica que define o financiamento das pequenas empresas é a opacidade da informação.

2.2. Relação entre a dimensão das empresas e a sua longevidade

Duarte (2009) delinea longevidade das empresas como a capacidade organizacional possuída por uma empresa que, durante décadas e até séculos, conseguir sobreviver, utilizando a sensibilidade de aprender.

Como podemos observar na figura 2, existe uma relação direta entre a dimensão e a longevidade das empresas, nomeadamente, quanto maior a dimensão da empresa, maior a probabilidade de ter uma vida longa.

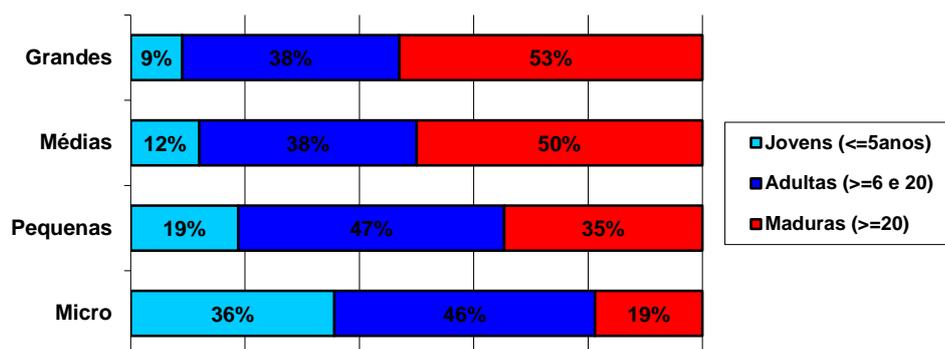


Figura 2: Percentagem de empresas jovens, adultas e maduras em cada escalão de dimensão e no tecido empresarial

Fonte: Análise Informa D&B; Dados: informação empresarial simplificada (IES)/ Ministério da Justiça.

2.3. Como determinar a estrutura de capitais de uma empresa

Segundo a Associação Industrial Portuguesa (2014), não existe nenhuma fórmula universal para a escolha do mix de financiamento (isto é, da percentagem de capitais próprios e de capitais alheios/empréstimos), mas sim opções diferentes que variam de acordo com o Ciclo de vida, a percentagem de custos fixos na estrutura de custos, o risco do negócio e ainda a percentagem de capitais alheios.

Tabela II: Mix de Financiamento

Ciclo de vida	Uma empresa na sua fase de lançamento é financiada quase na sua totalidade por capitais próprios (alguns poderão ter a característica de capitais de risco) pois a empresa esta numa fase em que dificilmente poderá garantir com segurança o pagamento de juros e o reembolso dos capitais alheios. À medida que a empresa vai chegando á fase de maturidade poderá então recorrer a um nível de capitais alheios, porque provavelmente já gerará cash-flow suficiente para garantir com segurança o pagamento dos custos de financiamento e o seu reembolso.
Percentagem de custos fixos na estrutura de custos	É normal que uma empresa com muitos custos fixos tenha uma taxa de juro superior a uma empresa com custos na sua maioria variáveis, já que a primeira terá sempre que pagar em primeiro lugar os seus custos regulares (rende, pessoal, etc.) e apenas depois pagará os encargos financeiros.
Risco do negócio	É intuitivo que uma empresa que atue nos sectores de maior risco como a Internet ou a biotecnologia, tenha custos de financiamento superiores aos das empresas que atuam nos sectores mais tradicionais e menos arriscados, como por exemplo o retalho alimentar.
Percentagens de capital alheio	A empresa terá que ter em conta qual a taxa de juro que consegue para diferentes percentagens de capital alheio. Se normalmente não é difícil conseguir empréstimos bancários se estes representam 20% ou 30% dos investimentos totais (sendo o restante capitais próprios), tal não acontece se a situação for a inversa. Neste último caso, quem emprestar o dinheiro exigirá uma taxa de juro bastante superior de forma a ser compensado pelo maior risco que está a correr.

Fonte: Elaboração própria (Informação retirada da Associação Industrial Portuguesa, 2014)

2.4. Iniciativas que melhoraram as condições das PME

O “*Small Business Act*” (SBA) é uma iniciativa política emblemática da UE que visa apoiar as PME. As condições de base para as PME melhoraram desde a adoção desta iniciativa (Junho 2008), em que um dos principais objetivos era a criação dum mecanismo adequado para que a dimensão da empresa pudesse ser pouco relevante como fator a considerar na obtenção dos financiamentos, procurando-se, deste modo, melhorar a competitividade das empresas, especialmente no que se refere às relações com mercados externos⁴. É neste sentido que surge um princípio bastante importante que visa tornar a legislação mais favorável às PME, o princípio “*Think Small First*”⁵.

Em 2011 deu-se uma revisão do SBA, apelou-se a um melhor controlo, com um foco específico em ajudar as PME a lidar com a crise financeira. Apesar destas melhorias, em 2012 o acesso ao financiamento permaneceu difícil no que respeita às PME. Não obstante a recapitalização do setor bancário ter melhorado as condições de financiamento bancário e liquidez, os empréstimos ao setor privado, em especial às PME, deterioraram-se, causando dificuldades económicas e bloqueando perspectivas de crescimento futuro. Os requisitos e condições de crédito tornaram-se mais rigorosos, fazendo com que a percentagem de empréstimos recusados subisse de 22% em 2011 para 27% em 2012. Da mesma forma, o acesso a apoios financeiros públicos, incluindo garantias, também diminuiu: 28% em Portugal, em comparação com 20% dos restantes europeus, o que revela uma deterioração em 2012. Outro grande problema de liquidez financeira para as PME em Portugal são os prazos de pagamento, sendo que o tempo médio de espera das PME em Portugal é de 96 dias, o que é ainda bastante significativo quando comparado com a média da UE (52 dias)⁶. No final de 2013, os níveis de concessão de crédito começaram aumentar ligeiramente e a percentagem de empréstimos rejeitados diminuiu para os 11% em 2013. Relativamente ao tempo médio de espera das PME, observou-se que continua a ser quase o dobro do da média da UE.⁷

3. Financiamento

Melhorar o acesso das PME às fontes de financiamento tem vindo a ser uma prioridade, indispensável especialmente no que diz respeito à entrada inicial e à injeção de fundos, visto que as empresas precisam de explorar o seu potencial de crescimento e de inovação para melhorarem em termos empresariais e concorrenciais.

⁴ Ficha Small Business Act, (2013)

⁵ Think Small First: Reporto of the Expert Group, (2009)

⁶ Ficha Small Business Act, (2013)

⁷ Ficha Small Business Act, (2014)

O problema de opções de investimento de acordo com as possibilidades de financiamento é fundamental no caso das PME. O acesso limitado ao financiamento das PME influencia as opções de investimento e as estratégias globais. Os mercados de capitais negligenciam oportunidades de pequenos negócios por causa da falta de informação e dos custos de transação. (Prelipean e Boscoianu, 2008).

3.1. Financiamento Interno e Externo

De acordo com Rocha (2008) e com grande parte da literatura referente a este tema, genericamente existem dois tipos de financiamento quanto à origem dos capitais: o interno e o externo.

No interno destaca-se o autofinanciamento, feito através da retenção dos lucros obtidos, da gestão mais eficiente dos ativos ou do controlo mais rigoroso dos custos. Relativamente ao financiamento externo, este pode obter-se através de capitais próprios ou capitais alheios.

O recurso ao capital próprio acontece quando o financiamento é feito através da entidade investidora, nomeadamente através de um aumento do capital social, do recurso ao mercado de capitais, capital de risco, *business angels*, ou, por exemplo, através de um desinvestimento através do qual a empresa procede à alienação de ativos considerados dispensáveis ao desenvolvimento regular da sua atividade.

Por outro lado, quando as empresas procuram financiar-se através de capitais alheios (junto de terceiros) podem fazê-lo de várias maneiras, nomeadamente através de empréstimos de sócios, empréstimos bancários e obrigacionistas, *leasing*, *renting*, Estado e ainda outros credores.

Qualquer um destes tipos de capitais tem custos. O custo dos capitais próprios é a taxa de retorno esperada do investimento, pelos acionistas/sócios; os custos dos capitais alheios dividem-se em custos diretos (ex. taxa de juro, *spreads* e outras despesas), bem como em custos indiretos derivados da subida do risco financeiro da empresa, que no futuro poderá ter custos mais elevados em financiamentos.

De acordo com o mesmo autor, as fontes de financiamento podem ainda ser classificadas quanto à sua maturidade, sejam elas internas ou externas, como fontes de financiamentos de curto, médio e longo prazo. Enquanto no curto prazo estas fontes se destinam a apoiar operações de tesouraria das empresas, como as necessidades de fundo de maneio, já as de médio e longo prazo se destinam a apoiar as aquisições de equipamentos e a construção de infraestruturas, nomeadamente através de empréstimos obrigacionistas, aumentos de capital social, financiamento através de sócios ou acionistas, entre outros.

Quando existe falta de capital, os empresários devem obter meios de financiamento externo para conseguirem desenvolver os respetivos projetos. No entanto, o financiamento das PME é

frequentemente considerado muito arriscado devido às baixas taxas de rendibilidade, mais concretamente na sua fase de arranque.

3.2. Fontes de financiamento

Nesta secção analisar-se-ão algumas das principais fontes de financiamento disponíveis para PME em Portugal. Analisar-se-á com maior profundidade a principal fonte de financiamento nas empresas de pequena dimensão e, de um modo mais geral, equacionar-se-ão outras alternativas de financiamento.

3.2.1. Crédito Bancário

Segundo Myers (1984), o financiamento bancário é a principal fonte de financiamento por capitais alheios nas empresas de pequena dimensão. No entanto, apenas quando a empresa detém uma quantidade aceitável de fundos acumulados e de ativos tangíveis é que o financiamento junto do sistema se torna realmente uma opção. Rocha (2000) salienta que o relacionamento entre as empresas e as instituições financeiras passa por encontrar o equilíbrio entre o risco e o dinheiro, e, como solução para tal, considera necessário acautelar parte dos riscos inerentes às empresas de menor dimensão, nomeadamente os de assimetria de informação.

De acordo com o mesmo autor, normalmente, o crédito bancário é uma forma de financiamento adequada no caso de a empresa estar moderadamente endividada e com boa capacidade de gerar *cash flows*. Empresários com negócios nestas condições podem recorrer a empréstimos bancários para financiarem as suas operações e programas de expansão com condições muito vantajosas sem cederem parte do controlo da empresa. Como é natural, os bancos têm mais confiança em emprestar dinheiro a empresas sólidas e já estabelecidas no mercado do que a empresas emergentes.

Assim, o financiamento bancário pode ser aconselhável nas seguintes condições: expansão de um negócio lucrativo; financiamento de uma grande aquisição (equipamentos, instalações, etc.); a empresa apresenta grande capacidade de gerar *cash flows*.

3.2.2. Linha de crédito

As possibilidades de financiamento através de empréstimos financeiros não se esgotam no empréstimo bancário clássico.

Segundo o portal das PME, as linhas de crédito são uma forma de empréstimo bancário flexível, orientado para o curto prazo, em que a instituição credora confere à empresa o direito de, dentro de um plafond previamente acordado, retirar fundos consoante as suas necessidades de tesouraria. Estas linhas de crédito são especialmente indicadas para fazer face a insuficiências temporárias de tesouraria ou para prevenir o aparecimento de ruturas inesperadas.

3.2.3. Micro crédito

De acordo com a Associação Nacional de Direito ao Crédito, o microcrédito é um pequeno empréstimo bancário destinado a apoiar pessoas que não têm acesso ao crédito bancário, mas querem desenvolver uma atividade económica por conta própria. É destinado a desempregados, jovens à procura do 1º emprego e trabalhadores em regime precário que apresentem uma boa ideia e necessidade de um pequeno financiamento. É uma oportunidade para quem não tem acesso ao crédito bancário normal e deseja realizar um pequeno investimento, com vista à criação de um negócio que lhe permita criar o seu próprio emprego.

3.2.4. Outras fontes de financiamento

Como poderemos observar de seguida, neste tópico foi elaborada uma tabela com definições, vantagens e desvantagens de outros três tipos de financiamento:

Tabela III: Crowdfunding, Factoring, Leasing

	Definição	Vantagens	Desvantagens
Crowdfunding	O Crowdfunding, ou financiamento colaborativo, é uma realidade relativamente recente em Portugal, e uma opção de financiamento a ter em conta para pequenos negócios/ideias ou até mesmo startups. Crowdfunding é uma forma simples de angariação de financiamento para projetos, através de uma comunidade que partilha os mesmos interesses (PPL Crowdfunding). Este método de financiamento visa a promoção de projetos de pessoas com talento e motivação em áreas distintas, tais como: eventos culturais, desportivos, artísticos, sociais, bem como o apoio do lançamento de um CD ou até de um livro.	<ul style="list-style-type: none"> • Pode testar o interesse pelo seu produto/negócio antes de investir; • Não é preciso ter um negócio grande e bem-sucedido para usar este tipo de financiamento; • Proporciona uma melhor maneira de gerar interesse em projetos e produtos antes do lançamento oficial; • Não se abdica de nenhuma percentagem do seu negócio ou lucro eventual sobre o seu produto/evento. 	<ul style="list-style-type: none"> • O crowdfunding exige um trabalho bastante amplo de divulgação; • Não basta apenas inserir o projeto numa plataforma e esperar que as pessoas vejam; • É fundamental fazer todos os possíveis para tentar divulgar o seu novo projeto e conseguir ter resultados.
Factoring	É um instrumento de gestão de tesouraria, ou seja, de cobertura das necessidades de curto prazo. O contrato de factoring consiste na cedência dos créditos da empresa a uma sociedade especializada que se responsabilizará pela cobrança desse crédito. A factoring adianta uma parcela do valor desse crédito à empresa, recebendo em troca uma comissão. O factoring poderá ainda incluir tarefas complementares, tais como estudos do risco de crédito ou apoio jurídico, comercial e contabilístico à boa gestão dos créditos transacionados.	<ul style="list-style-type: none"> • A empresa pode realizar os seus créditos sem estar dependente do prazo de pagamento dos clientes; • No caso de a cedência ser efetuada sem recurso, existe a possibilidade de retirar do seu balanço o valor correspondente aos créditos cedidos; • A transferência do risco e da responsabilidade de cobrança para o intermediário financeiro, o qual possui métodos adequados para efetuar cobranças de uma forma mais eficiente; • A redução da carga administrativa inerente às operações de controlo de crédito e cobrança de fatura. 	<ul style="list-style-type: none"> • A Fator pode, mediante o incumprimento persistente dos clientes da Aderente, efetuar uma suspensão do crédito; • Relativamente à totalidade dos créditos que a Aderente possa propor, a Factoring reserva-se o direito de aceitar apenas alguns deles de acordo com o critério de seleção que utiliza para a sua avaliação; • O custo associado reduz a rentabilidade das vendas.
Leasing	É um instrumento de financiamento ao qual a empresa pode recorrer quando não pretende afetar grandes quantidades de capital para ter acesso a um determinado bem (normalmente tratam-se de bens de equipamento). Num contrato leasing, o proprietário do equipamento (o locador) autoriza o utilizador (o locatário) a dispor do equipamento em troca de pagamentos periódicos, que incluem capital e juros. Este tipo de financiamento é sobretudo aconselhável para a aquisição de equipamentos que não são estratégicos para a sua empresa, ou apenas serão utilizados por um período de tempo limitado. Um exemplo típico, são os automóveis ao serviço da empresa, que tendem a ser adquiridos em sistema de leasing.	<ul style="list-style-type: none"> • Ao diferir os pagamentos, a empresa consegue garantir uma melhor liquidez; • Rapidez de resposta e processo administrativo simples; • Existência de opção de aquisição do equipamento ou imóvel no final do contrato, mediante o pagamento do valor residual acordado inicialmente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Não ser proprietária do equipamento, tendo por isso que indemnizar a locadora no caso de surgir algum acidente com o equipamento da sua responsabilidade; • Não fornece o direito de propriedade, enquanto decorre o contrato. Tal facto poderá assumir uma situação vantajosa, caso o locatário tenha a intenção de não adquirir o bem, optando pela sua renovação por tecnologia mais recente; • Penalizações significativas por incumprimentos contratuais, ou por exemplo, por resolução antecipada do contrato.

Fonte: Elaborado pelo próprio (Informação retirada do Portal das PME e da PPL Crowdfunding, 2014)

CAPITULO II - CAPITAL DE RISCO

1. Conceito

Na literatura sobre este tema existe alguma controvérsia no que respeita a uma definição simples e exata de Capital de Risco, em parte justificada pelo alargamento da área de atuação deste tipo de investimento, consequência do grande desenvolvimento do sector.

O conceito de Capital de Risco deriva da expressão anglo-saxónica *Venture Capital*. Embora a tradução *Capital* não suscite dúvidas, a tradução de *Venture* (que significa empreendimento) por “Risco” aconteceu por uma questão de afinidade linguística com o francês “*Capital de Risque*”, sendo esta uma expressão redutora, face ao espírito subjacente do termo original (Ribeiro, 1995).

Foi nos EUA, em meados dos anos 50, que surgiu a indústria do CR, mas este conceito é diferente consoante se refira à Europa ou aos EUA. De acordo com a Associação Portuguesa de Capital de Risco (APCRI), enquanto que nos EUA estão bem definidas duas formas fundamentais de investimento em CR, o *Private Equity* e o *Venture Capital*, na Europa o *Private Equity* tende a designar toda a indústria do CR, incluindo as operações de mudança de propriedade, *Management Buy-out (MBO)* e *Management Buy-in (MBI)*, que nos EUA não fazem parte da indústria. Black e Gilson (1999) afirmam que a principal diferença entre estas potências é a centralização da economia europeia no sistema bancário, ao contrário da economia anglo-saxónica que se baseia no mercado de capitais. De acordo com os autores, esta centralização é um dos principais fatores da falta de dinamização da atividade de CR.

1.1. Definição e Características

O capital de risco é a denominação para a atividade de investimento numa empresa, através da participação temporária e minoritária no seu capital social por uma Sociedade de Capital de Risco (SCR) ou outro veículo de investimento (fundos de capital de risco e, no caso Português, através de investimentos diretos de particulares ou empresas ou sociedades gestoras de participações sociais). Constitui uma forma de financiamento com recurso a capitais próprios, com o seu horizonte no médio/longo prazo e com o objetivo de apoiar empresas no seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão. (APCRI, 2014)

Para Bottazzi, Da Rin e Hellmann (2007) o capital de risco é uma forma especializada de intermediação financeira, cujo sucesso em apoiar empresas inovadoras através do financiamento e da prestação de serviços de monitorização e aconselhamento tem gerado muita pesquisa. Investidores de CR, através do seu amplo conhecimento da indústria e experiência de gestão, apresentam um forte compromisso de gerar altos retornos no médio prazo, tornando-os investidores ativos.

O capital de risco não exige pagamento de encargos financeiros, nem tem subjacente qualquer contrapartida sob a forma de garantias reais ou pessoais para os empresários, sendo a rentabilidade dos investidores baseada na probabilidade de sucesso da empresa participada, concretizando-se principalmente através das mais-valias a realizar no momento da saída do negócio.

Tratando-se de um investimento de capital, incorpora naturalmente mais risco face a instrumentos de dívida. Neste sentido e de acordo com Poser (2003), a procura por parte dos investidores baseia-se em empresas com elevado potencial de crescimento, de modo a que a rentabilidade esperada possa compensar o risco incorrido. O CR está especialmente direcionado para projetos inovadores, que devido às suas características (elevado risco) se encontram de fora do âmbito das operações bancárias, dada a falta de garantias reais e o risco acrescido inerente a estes negócios. Poser (2003) refere ainda que o CR é investido em empresas privadas (não cotadas no mercado secundário) e que, na maioria das vezes, está ligado a empresas recentemente criadas ou em fase de desenvolvimento, para o seu lançamento, desenvolvimento ou expansão. Outros autores defendem ainda que o CR está frequentemente ligado a sectores de elevada inovação tecnológica.

Segundo Florin (2005), outro dos aspetos relevantes do investimento de capital de risco é a credibilidade que a entrada do investidor transmite a uma empresa participada, ou seja, ao ser apoiada por este instrumento, a empresa pressupõe que o investidor reconhece o seu potencial de valorização, conferindo um sinal de segurança ao mercado.

1.2. As formas de entrada no CR

Os capitalistas de risco têm diferentes perfis de investimento, frequentemente relacionados com os estágios de desenvolvimento das empresas em que investem, de forma a permitir uma melhor análise dos potenciais de riscos e proveitos (Faria, 2009). Considerando isso, de acordo com o mesmo autor, podemos distinguir vários tipos de investimentos:

1.2.1. Early Stage:

- a) **Seed Capital** - É um financiamento destinado a projetos empresariais em fase de desenvolvimento de uma ideia de negócio, antes mesmo da instalação do negócio, envolvendo muitas vezes o apoio a estudos de mercado para determinar a viabilidade de um produto ou serviço, mas também ao desenvolvimento de produto a partir de projetos ou estudos. Grande parte destes negócios é demasiado pequena e exige um grande apoio por parte dos investidores. As entidades especializadas para este tipo de financiamento são os BA's e o recurso à sua rede de contactos pessoais.
- b) **Start-up** – Implica o investimento no capital de empresas já existentes e a funcionar, ou em processo final de instalação, com um projeto desenvolvido, mas que não iniciaram ainda a comercialização dos produtos ou serviços. Temos o exemplo do marketing que

visa dar visibilidade à empresa e ao seu produto, nesta fase inicial. A única garantia que existe para o investidor é a qualidade da equipa de gestão, uma vez que será ela que terá de desenvolver o potencial de crescimento da empresa.

1.2.2. Later Stage:

- a) **Replacement capital** – Também designado por Capital de Substituição, permite a um investidor tradicional da empresa adquirir a participação de outro investidor.
- b) **Expansion Capital/Capital de expansão** – Este Investimento é destinado a empresas que atingiram a sua maturidade e que, por falta de fundos próprios, não apresentem capacidade para expandir o seu negócio, aumentar a sua capacidade de produção ou até para desenvolver técnicas de comercialização e promoção.
- c) **Management Buy-Out (MBO)** – Destina-se a apoiar a aquisição do controlo da empresa pela administração ou por sócios minoritários. Os tipos de MBO's podem variar, podendo surgir na sequência de processos de privatização ou quando existam problemas de sucessão em empresas familiares. Resulta do pressuposto de que a empresa será gerida com bastante maior eficiência com a nova situação do acionista.
- d) **Management Buy-In (MBI)** – Este financiamento destina-se a permitir a tomada de controlo da Administração de uma empresa por uma equipa de gestores externa. Também pressupõe uma melhoria nos resultados.
- e) **Bridge Financing** – Investimento destinado a suportar empresas que venham a querer entrar para cotação em mercado de bolsa. São aplicados meios para estruturar o balanço de modo a que a empresa seja apresentada ao público o mais atraente possível.
- f) **Resgate / Turnaround** – Destinado a empresas que atravessem uma situação financeira extremamente difícil, financiando projetos de reestruturação económica e recuperação financeira; estas operações são pouco atrativas no que toca à relação risco/retorno.

De acordo com o IAPMEI (2014), podemos recorrer ainda a outras definições utilizadas na literatura sobre o capital de risco:

- a) **Buy-in Management Buy-out** – Aplicação destinada a permitir o controlo da empresa pelos seus gestores ou pelos sócios minoritários, auxiliada pela entrada de uma equipa de gestores externa (funde o MBO e o MBI).
- b) **Other early stage** – Este investimento é dirigido a empresas recém-instaladas no mercado, que já tenham completado a fase de desenvolvimento de produto e que possam já ter iniciado a comercialização, mas que ainda não geraram lucros. Os fundos aplicados são, em regra, destinados à melhoria dos processos de fabrico, à comercialização e ao marketing.

- c) **Institucional Buy-out (IBO)** – Este tipo de investimento visa a Sociedade de Capital de Risco ou o investidor de risco, o controlo da empresa, sendo geralmente precursor de um MBO.
- d) **PtoP (Public to Private)** – Modalidade de investimento de risco, sem qualquer visibilidade no mercado português, visando adquirir a totalidade do capital de uma sociedade cotada em mercado de bolsa para a retirar desse mercado.

De acordo com o IAPMEI (2014), o investimento em CR é útil na criação de empresas (*Seed Capital* e *Start-up*), na expansão da atividade, revitalização empresarial, *Management Buy Out (MBO)* e *Management Buy In (MBI)* e ainda na reorientação estratégica (*turnaround*). No final de 2012, 41% do valor investido nas fases de entrada do CR nas empresas foi direcionado para a reorientação estratégica, seguido de 24,9% para projetos de expansão (Anexo V, Figura 20).

Berger e Udell (1998) associam as diferentes formas de financiamento das empresas de reduzida dimensão à fase em que se situam no ciclo de crescimento. Decorre desta abordagem que diferentes estruturas de capital são ótimas em diferentes fases do ciclo de crescimento.

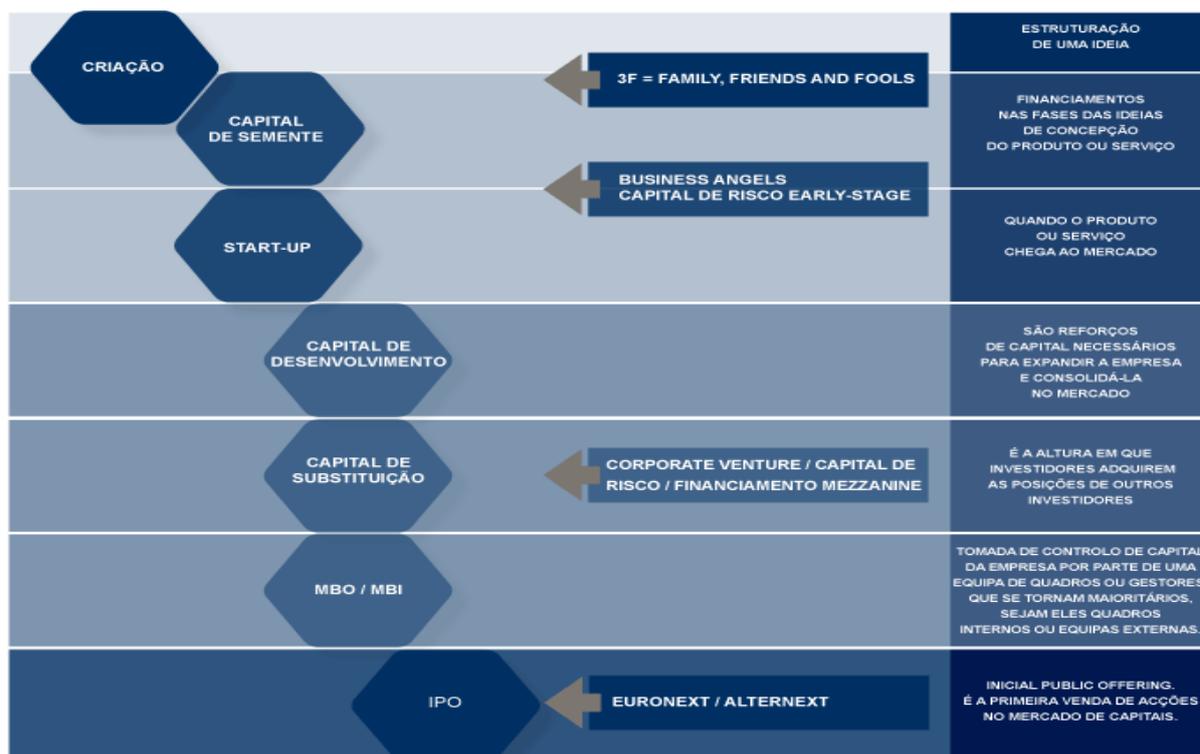


Figura 3: Estruturas de capital por fases do ciclo de crescimento

Fonte: Anom., Semana Torres INOV-E – Empreender em Torres Vedras (2014)

1.3. Estrutura e forma do investimento em Capital de Risco

O investimento no CR pode ser efetuado por duas vias, diretamente ou indiretamente.

Na primeira não existe necessidade de intermediação financeira, mas sim uma intermediação de interesses recíprocos, aplicando os investidores o capital diretamente na empresa. O investimento direto contém dois contributos principais, o das SCR e dos BA. Por outro lado, a via indireta determina o estabelecimento de uma relação de intermediação entre os investidores institucionais e as empresas a investir, através de fundos de investimento de capital de risco ou fundos de fundos. Bottazzi et al. (2008) descobriram que na maior parte das vezes os empresários tomam a iniciativa de entrar em contacto com os capitalistas de risco, a fim de apresentarem o seu projeto de negócio. Para Kaplan e Stromberg (2001) existem várias características apreciadas por estes tipos de investidores, nomeadamente: o potencial de mercado, a qualidade do plano de negócios, a vantagem competitiva da estratégia, estratégia de saída, qualidade da equipa de gestão, entre outros.

De acordo com o mesmo autor, após a concretização do investimento, um dos aspetos fulcrais é a definição da participação do investidor na gestão da empresa. Se este participar ativamente, deterá uma posição *hands-on* (típico do *venture capital*), se não participar adota uma postura *hands-off* (típico do *private equity*), ficando sem poder de tomar decisões estratégicas e operacionais.

É na realização do desinvestimento que se verifica se o investimento foi bem-sucedido, ou seja, se beneficiou a empresa de modo a valorizá-la o suficiente para atingir, no mínimo, a rentabilidade esperada.

1.4. A saída do Capital de Risco

O Capital de Risco é um investimento de curto ou médio prazo no capital da empresa; por natureza, é sempre um investimento temporário. A valorização da PME é do maior interesse da SCR, já que dela dependem as mais-valias que irá obter quando alienar a sua participação. Como a sua remuneração está dependente das mais-valias realizadas, importa saber quais os mecanismos de desinvestimento do Capital de Risco.

De acordo com a terminologia utilizada na literatura relacionada, e utilizada pela Associação Europeia de Capital de Risco e Desenvolvimento (EVCA, 2014)), pode acontecer de várias formas:

- a) **Trade sale** – Forma de desinvestimento através da venda da participação a uma outra empresa, normalmente um comprador estratégico (empresa concorrente, do mesmo sector ou similar, um fornecedor ou um cliente que deseje incorporar no seu negócio o produto ou a tecnologia da empresa em questão);
- b) **Venda em Bolsa** (OPV – Operação Pública de Venda ou IPO – *inicial public offering*) em especial quando o capital de risco assumiu a natureza de *bridge financing*. Esta é uma das formas preferidas de desinvestimento nos mercados mais desenvolvidos,

principalmente se existir uma projeção das PME no mercado bolsista. Black e Gilson (1999) referem que este é o mecanismo de saída mais rentável, uma vez que permite ao empreendedor, recuperar a sua posição que perdeu após a entrada de um VC`s;

- c) **Venda aos antigos titulares** – venda da participação detida pelo investidor de risco aos seus antigos titulares. Esta venda pode ser feita de forma espontânea ou estar já pré-negociada logo no momento do investimento;
- d) **Venda a uma instituição financeira;**
- e) **Venda a outra capital de risco;**
- f) **Write-off** – quando é declarada a perda total do investimento;
- g) **Pagamento do empréstimo** – quando a saída do investidor de capital de risco ocorre através do reembolso de empréstimos feitos por si à empresa.

De acordo com Black e Gilson (1999), a inexistência de um mecanismo que permita readquirir o controlo da empresa, desincentiva o lançamento de novos negócios.

1.5. Vantagens

Além da diferenciação ao nível da remuneração face a outras fontes de financiamento, o investimento de Capital de Risco, de modo a potenciar a sua participação, detém a vantagem, para as empresas apoiadas, de proporcionar sinergias, beneficiar da sua experiência, acrescentar profissionalismo à gestão e colocar à sua disposição uma rede de contactos (Kaplan e Stromberg, 2001), ao contrário da maioria dos outros financiadores, cujo envolvimento tem como objetivo, unicamente, assegurar a sua remuneração, sendo-lhes indiferente o acréscimo de riqueza criada para os acionistas. Estes investidores permitem um reforço da estrutura financeira da empresa e a credibilidade que deles advém facilita o acesso a outras fontes de financiamento. Trata-se, sem dúvida, de uma forma de financiamento interessante, na medida em que o empreendedor não só assegura os fundos necessários, como garante um parceiro de capital que irá partilhar o risco com o empresário. Além disso, as participações de capital de risco são minoritárias, o que significa que a SCR acompanha a empresa mas não a lidera.

1.6. Operadores de CR

Em Portugal, a indústria do CR conta fundamentalmente com dois operadores: ICR e SCR, que se distinguem essencialmente pelo estágio de desenvolvimento em que a empresa se encontra.

1.6.1. Tipos de Investidores

De acordo com a maioria da literatura existente sobre o tema, podemos distinguir três tipos de investidores:

- a) **Venture Capitalists** (VC`s) - sociedades que têm como objetivo a tomada de participações no capital de outras empresas, numa perspetiva de investimento de médio e longo prazo, com a perspetiva de obtenção de mais-valias com a alienação futura da participação adquirida. Lerner (1995) e Gompers e Lerner (1996) destacam que os capitalistas de risco financiam empresas com poucos ativos tangíveis, que os bancos têm uma maior dificuldade para financiar, uma vez que estes provedores de capital de risco são mais eficazes no controlo dos investimentos.
- b) **Corporate venturing** - investidores (normalmente empresas), que realizam investimentos em empresas que encaixem nas suas estratégias, e que acabam mais tarde por pertencer aos respetivos conglomerados. Note-se que este caso é um pouco diferente dos anteriores, já que a participação não é adquirida para uma posterior alienação, com mais-valias, mas é uma aquisição estratégica.
- c) **Business Angels** (BA) - anjos de negócio - são indivíduos privados que agem normalmente por conta própria. O capital dos anjos de negócios conseguem complementar a indústria do capital de risco, proporcionando quantias mais baixas de financiamento numa fase mais prematura do que muitas sociedades de capital de risco estão dispostas a investir, nomeadamente em projetos de *seed capital* e *start-up's*.

Os BA têm sido muito importantes no financiamento de PME. No decorrer do ano de 2012, mais de quinhentos milhões foram investidos na Europa, ou seja, 2.913 empresas foram financiadas, dando origem a 17.881 empregos⁸.

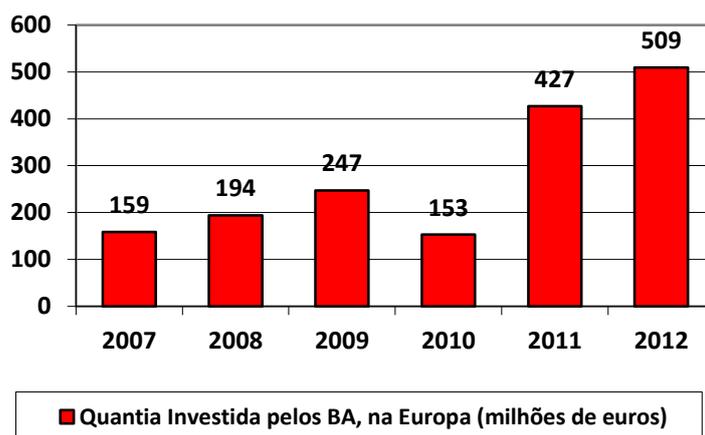


Figura 4: Quantia investida pelos BA na Europa (2012)

Fonte: EBAN European Angel Investment Overview 2012

⁸ EBAN European Angels Investment Overview, (2012)

1.6.2. Sociedades de Capital de Risco

De acordo com o artigo regulado pelo Decreto-Lei 375/2007 de 8 de Novembro de 2007, artigo 8º, sobre a atividade das SCR, estas têm como objeto principal a promoção do investimento e da inovação tecnológica em projetos empresariais ou empresas já existentes, através da participação temporária, por períodos não superiores a 10 anos, no respetivo Capital Social. Este tipo de sociedades pode ainda desenvolver atividades que se revelem necessárias à prossecução do objeto principal tais como prestação de serviços de assistência à gestão, a realização de estudos de viabilidade de empresas ou projetos de investimento e ainda a prestação de serviços de prospeção para a realização de investimentos temporários em sociedades com potencial elevado de crescimento. De acordo com alguns autores, as sociedades de capital de risco diferem na maneira de financiar e apoiar estas pequenas empresas; ou através do seu próprio capital, ou através de dois instrumentos de investimento que gerem: os Fundos de Capital de Risco (FCR) e os Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FRIE).

As SCR são dotadas de uma estrutura profissional e de uma rede de contactos e parcerias que permitem desenvolver as perspetivas dos seus parceiros de negócio a vários níveis, tais como⁹:

- Estratégias de marketing
- Desenvolvimento de produto
- Facilidades no recurso à banca tradicional
- Gestão valorizada pelo rigor e desejo de valorização do negócio
- Desenvolvimento integrado de soluções para o negócio, desde a administração da empresa até às suas estratégias de distribuição ou comercialização.

Berger e Schaeck (2011) acrescentam que os investidores de risco podem melhorar a reputação da empresa de modo a terem outros termos e condições quando desejam captar outro tipo de financiamento.

1.6.3. Instrumentos de Investimentos das SCR

1.6.3.1. Fundos de Capital de Risco

“Os FCR são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, pertencentes ao conjunto dos titulares das respetivas unidades de participação, tendo por finalidade serem investidos em sociedades com potencial elevado de crescimento e valorização, por períodos de tempo limitados.” (Decreto Lei 375/2007, artigo 10º).

⁹ Guia Prático do Capital de Risco, (2006)

De um modo geral, FCR são veículos usados para alavancar capital numa empresa, através de financiamentos dos investidores institucionais que variam de acordo com o seu tamanho e a sua especialização em diferentes tipos de investimento. São fundos fechados, devendo o capital a investir ser obrigatoriamente fixado no momento da sua constituição. Em Portugal, a distribuição dos montantes sob gestão é bastante díspar entre as SCR e os FCR. O dinamismo da atividade de CR tem sido sustentado essencialmente pelo crescimento dos FCR e menos pelas SCR. Na figura 5, a inclinação da tendência de ambas as variáveis ilustra bem estes diferentes ritmos de evolução.

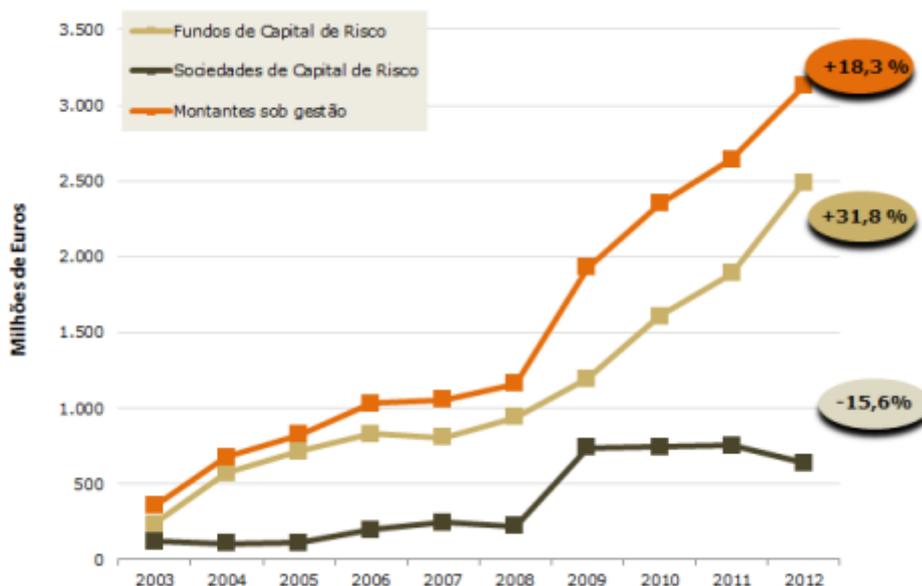


Figura 5: Evolução dos montantes sob gestão, em Portugal (2003 - 2012)

Fonte: CMVM

1.6.3.2. Fundos Reestruturação e Internacionalização Empresarial

O objeto principal do FRIE é a aquisição de participações em empresas que pretendam desenvolver processos de reestruturação ou internacionalização. Ao contrário dos FCR, os FRIE têm a natureza de fundos de investimento aberto. O seu património destina-se a ser investido na aquisição de participações no capital de sociedades que pertençam a sectores declarados em reestruturação por resolução do Conselho de Ministros, contribuam para o reforço da competitividade da economia nacional e da eficácia empresarial e estejam envolvidas na concretização de investimentos diretos no exterior.¹⁰

1.7. Importância do CR no financiamento das PME

Antonio Tajani, enquanto Vice-Presidente da Comissão Europeia e responsável pela Indústria e Empreendedorismo, afirmou que "facilitar o acesso das PME's ao financiamento é a prioridade

¹⁰ Guia Prático do Capital de Risco, (2006)

das prioridades para sair da crise¹¹”. Para Pavani (2003) apud Neto e Filho, J. (2007), as pequenas e médias empresas têm grande dificuldade de alavancar devido à falta de recursos financeiros. Quando estas organizações recorrem aos bancos deparam-se com grandes dificuldades na captação do financiamento, devido ao fraco histórico de faturação e à baixa liquidez dos seus ativos que, normalmente, são dados como garantia. Como tal, este tipo de financiamento apresenta-se como uma alternativa viável, pois o investidor de risco aposta nestas empresas onde pretende investir o seu capital em função do potencial de crescimento destas organizações, dividindo assim o risco com o empreendedor, vislumbrando ganhos com boa remuneração, atrelados à distribuição dos lucros, dividendos da empresa e do retorno efetivo do capital (Pavani, (2003) apud Neto e Filho, J. (2007)).

Para Gorgulho (1996), o capital de risco permite a eliminação do pagamento de juros, amortizações e resgates em preços predeterminados, promovendo a condição de reinvestimento dos lucros em ativos, permitindo novas condições de financiamento, contribuindo assim para um crescimento sustentado. Schmitt Junior (2002) apud Neto e Filho, J. (2007) afirma que o capital de risco promove o financiamento para a pequena empresa em troca de parte da organização, através da aquisição, com o objetivo de crescer rapidamente de modo a ter grandes lucros na empresa. O capital de risco vislumbra altos ganhos com grandes retornos acima de outros ativos disponibilizados no mercado.

O CR liga estreitamente o empreendedorismo e a inovação e veio trazer aos empresários, que apresentavam ideias inovadoras, mas não tinham os recursos para as financiar, uma nova oportunidade de realizarem os seus projetos. Este tipo de financiamento representa uma solução robusta para financiar o alto risco, potencialmente projetos de alta recompensa (Gompers e Lerner, 2002).

Em países como os Estados Unidos, o capital de risco é muitas vezes visto como uma força motriz por detrás de sectores em expansão, onde este tipo de investimento é considerado um instrumento fortíssimo no crescimento das empresas nas áreas da tecnologia de informação, biotecnologia e em indústrias de comunicação (por exemplo, Jeng e Wells 2000, Gompers e Lerner 2001).

Os capitalistas de risco investem fundos em empresas jovens que apresentem um grande potencial de gerar lucros em grande escala (Puri e Zarutskie 2008 apud Berger e Schaeck 2011). Esta evidência sugere que o capital de risco pode desempenhar um papel cada vez mais importante para as pequenas empresas, não só para fechar uma lacuna de financiamento possivelmente emergente, mas também para empresas que poderiam enfrentar obstáculos na atração de financiamento devido a assimetrias de informação, à ausência de um histórico convincente para produtos

¹¹ Disponível em: <http://www.hostelvending.com.pt/artigos/noticias/novo-regulamento-da-ue-espera-facilitar-acesso-das-pmes-ao-credito>

comercializáveis, bem como para a falta de ativos que podem ser dados como garantia em empréstimos bancários (Gompers e Lerner, 2001). Existem autores que argumentam que o capital de risco não é apenas fundamental para ajudar empresas a superar as restrições de crédito, mas sim para ajudar na constituição das mesmas (Bottazzi e Da Rin 2002,).

Inúmeros autores enunciam que os investidores de capital de risco ajudam a profissionalizar as empresas onde investem (por exemplo, Hellmann e Puri (2000) e Bottazzi, Da Rin (2002), e Hellmann (2008); Hellmann e Puri (2000)) também apresentam evidências de que as empresas de capital de risco afetam as estratégias de produto e de mercado. O CR tem sido bastante importante no financiamento das PME e a sua importância não se resume a estes fatos. De acordo com a CMVM, este tipo de financiamento tem demonstrado uma crescente importância do seu papel na economia ao longo dos últimos anos. Em 2012 o valor sob gestão representava 1.89% do PIB a preços correntes; já em 2003 esse valor era cerca de sete vezes menor (Ver Figura 6).

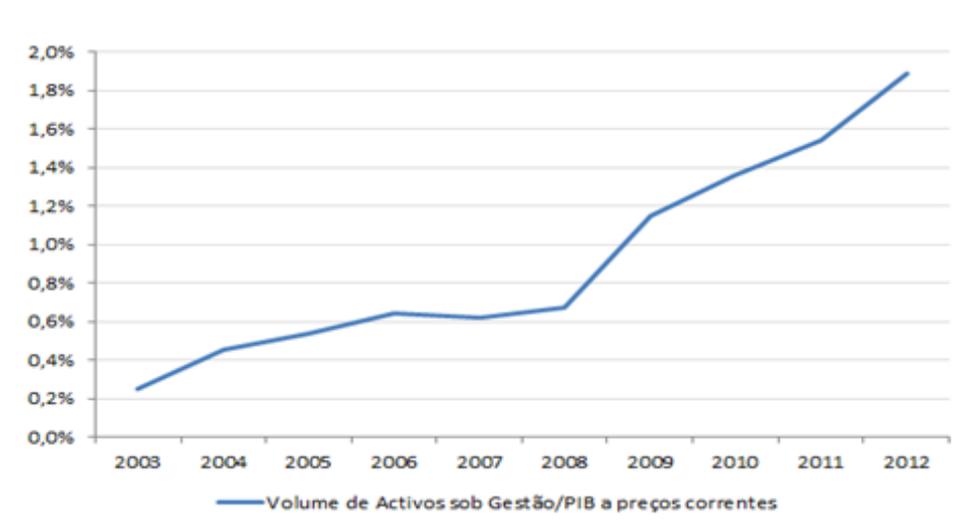


Figura 6: Papel do CR na economia portuguesa

Fonte: CMVM

1.8. Em síntese

O Capital de Risco não é garantido.

Os investidores de CR e os acionistas são parceiros de negócios, cujos resultados estão dependentes dos sucessos e insucessos da empresa.

A recompensa é retirada dos ganhos decorrentes da alienação da participação ou desinvestimento.

Os parceiros do CR devem compreender que a entrada dos investidores não é equivalente à tomada de controlo da empresa. Apoiam a gestão e a inovação, de modo a contribuir para a sua valorização.

Estes investidores dão maior credibilidade à participada, fazendo com que, por exemplo, consigam melhores condições no acesso a outras fontes de financiamento.

O acesso a este instrumento financeiro deve ser feito diretamente junto dos operadores de CR, através da apresentação de um Plano de Negócios, sendo o processo de análise e seleção baseado na credibilidade dos promotores, do projeto e do potencial de valorização da empresa.

As participações no capital social das empresas através do Capital de Risco concretizam-se pela realização de aumentos de capital, que podem ser complementados por suprimentos, prestações suplementares de capital ou outros instrumentos financeiros.

As condições de entrada, de relacionamento, e de saída são predefinidas em Acordo Parassocial, celebrado entre os promotores e investidores de CR.

CAPITULO III - ESTUDO EMPÍRICO

1. Metodologia

Este estudo incidiu sobre as SCR com o objetivo responder à seguinte questão: Será o financiamento através de capital de risco uma boa solução para o investimento nas PME?

Para perceber o potencial de sucesso na criação ou desenvolvimento de empresas através do financiamento de capital de risco, interessa averiguar se existem grandes diferenças no que toca a padrões de investimento, acompanhamento, monitorização e desinvestimento entre empresas com diferentes dimensões.

Uma vez que o financiamento através de capital de risco tem mostrado que pode ser propulsor de muitas empresas e, conseqüentemente, de muitos postos de trabalho, interessou também saber algumas sugestões para uma melhoria do atual enquadramento legal, fiscal e regulatório. Posto isto, o estudo empírico foi orientado no sentido de alcançar múltiplos objetivos, de entre os quais:

- Identificação das diferenças existentes em termos de investimento, controlo e desinvestimento, de acordo com a dimensão da empresa;
- Perceber se o CR é uma solução para o financiamento das PME;
- Equacionar alternativas de financiamento disponíveis em Portugal;
- Compreensão das motivações ao investimento de CR;
- Saber em que situações se recorre à sindicância;
- Obter sugestões para uma melhoria do enquadramento legal, fiscal e regulatório deste tipo de atividade em Portugal.

2. Técnica Utilizada

Para uma melhor compreensão da indústria das SCR, foi efetuado um estudo a este tipo de sociedades através de um questionário. Em primeiro lugar foi elaborado um questionário

provisório (enviado a familiares), para testar a sua exequibilidade e o tempo de duração de resposta do mesmo. Após esta fase, elaborou-se uma versão definitiva. (Anexo I e II).

Relativamente à estrutura, o questionário foi dividido em 4 partes. A primeira parte incidiu sobre as características deste tipo de sociedade, nomeadamente a identificação da empresa, algumas características gerais e indicadores de atividade e informação referente à carteira de participações. A segunda parte refere-se ao processo de investimento e controlo das participadas. Na terceira parte reporta-se o desinvestimento nas PME, por exemplo as estratégias de desinvestimento mais adotadas. Por último, a quarta parte destinava-se a questões acerca do enquadramento legal, fiscal e regulatório sobre atividade de capital de risco.

O questionário foi elaborado de modo a que as respostas fossem claras e objetivas, ou seja, a grande maioria das perguntas eram fechadas e assinaláveis com uma cruz (x). Uma das perguntas classificava a importância de acordo com uma escala *Likert* de quatro posições compreendida entre 1 e 4, sendo 1 onde mais investe e 4 onde menos investe. Contudo achou-se fundamental elaborar respostas abertas na quarta parte do questionário, de modo a conseguir opiniões sobre o que está mal e em que sentido se pode melhorar em termos de enquadramento legal, fiscal e regulatório.

2.1. Envio do Questionário

Os questionários foram elaborados através da aplicação Google Docs. O link para o endereço do questionário foi enviado eletronicamente a todas as SCR registadas na CMVM à data de 10 Maio de 2014.

Os questionários foram enviados pela primeira vez no dia 14 de Maio 2014 e reenviados mais duas vezes até ao final de Julho. Até ao início de Setembro apenas três questionários tinham sido respondidos, o que fez com que se procedesse à reformulação do mesmo. No primeiro questionário o tempo de preenchimento rondava os 15 minutos, porque apresentava uma tabela para preenchimento com valores referentes à SCR em termos de montantes aplicados ao ano, número de projetos analisados, número de desinvestimentos, número médio de participadas, entre outras rubricas.

Na tentativa de obter mais respostas, procedeu-se a alterações no questionário, e após a sua reformulação, em apenas 6/7 minutos era possível realizar o seu preenchimento. O novo questionário foi reenviado a primeira vez no dia 15 de Setembro de 2014, precedido de vários telefonemas explicando o que pretendia e com o objetivo de recolher o contacto da pessoa à qual pudesse ser endereçado o questionário.

Ligou-se novamente e reenviou-se o questionário a todas as SCR no dia 29/09/14. No dia 6 e 14 de Outubro enviei novamente. Chegando o dia 16 do mesmo mês, enviou-se correio eletrónico para todas as SCR que ainda não tinham respondido a perguntar se sempre iriam participar neste meu

estudo, uma vez que queria proceder à análise dos resultados, e salientando também a importância da participação para o meu sucesso académico. O questionário foi enviado uma última vez no dia 23 Outubro. As respostas foram enviadas através do preenchimento direto na aplicação do Google, e outras enviadas para o meu correio eletrónico.

3. Caracterização da amostra

Foram inquiridas 31 SCR. (Ver Anexo III)

Foram excluídas deste estudo BCP Capital – SCR, SA, Drive – SCR, SA, Espírito Santo Capital – SCR, SA. Após contacto telefónico, obteve-se a informação de que a primeira estava sem atividade, a segunda não estava nas melhores condições para responder uma vez que a atividade de CR tem sido residual, e a terceira encontra-se em reformulação. Foram ainda excluídas a Blue Catching – SCR, SA, bem como a Kwanza investments – SCR, SA, por impossibilidade de as contactar devido à falta de informação dos contactos. Foi excluída ainda deste estudo a ONETIER Partners – SCR, SA, por estar afiliada ao Banco Bic que optou por não participar.

4. Análise dos dados

Dada a dimensão reduzida da amostra optou-se por se proceder a uma apresentação dos dados e sua análise apenas na base da estatística descritiva.

Das 31 SCR inquiridas apenas 11 participaram, o que perfaz uma taxa de 35,5% de respostas. Todas as conclusões adiante derivadas devem ser interpretadas considerando a representatividade do estudo.

Do universo das empresas inquiridas, as três mais antigas haviam sido criadas em 1988 e a mais recente constituída em 2012.

O tempo médio de permanência em carteira das participadas (PME) é bastante diferente entre elas, variando entre 1 e 8 anos, sendo a média de 4 anos e meio. Relativamente às não PME o caso é um pouco diferente, uma vez que a média se situa nos 7 anos e meio. Relativamente à sindicância com outras SCR, verificou-se que 64% enunciaram a dimensão do investimento como principal razão. Partilha de risco foi ainda outra opção escolhida por 27% das SCR. Apenas 9% referem que a entrada por convite também é uma razão pela qual se recorre à sindicância.



Figura 7: Situações em que se recorre à sindicância

a) Investimento

Na figura 8 podemos observar que os investimentos que têm vindo a ser realizados por estas sociedades em PME têm sido maioritariamente orientados para projetos de Expansão e projetos de empresas *Start-up*. O investimento de empresas *Seed Capital* aparece também com bastante expressão. Nas grandes empresas o investimento tem sido direcionado para projetos de Expansão.

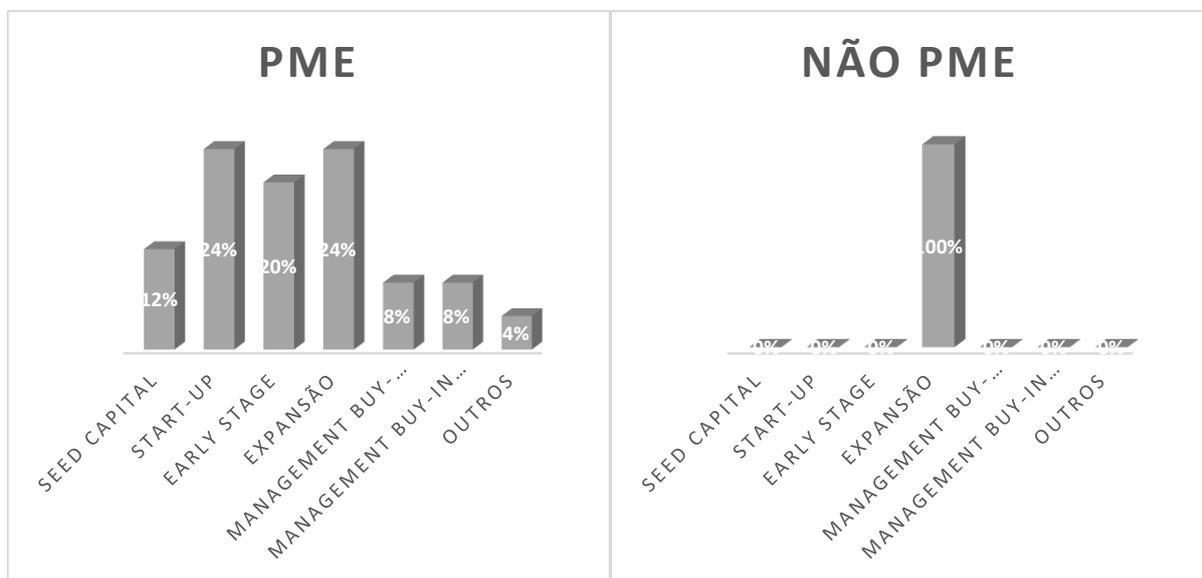


Figura 8: Fases do ciclo de vida onde mais investem

O CR canalizou a maior parte do investimento para as SGPS - não financeiras (45%), seguido das Indústrias Transformadoras e do Alojamento e Restauração com 27%. Por outro lado, os investimentos nas grandes empresas têm sido orientados para as Indústrias Transformadoras.

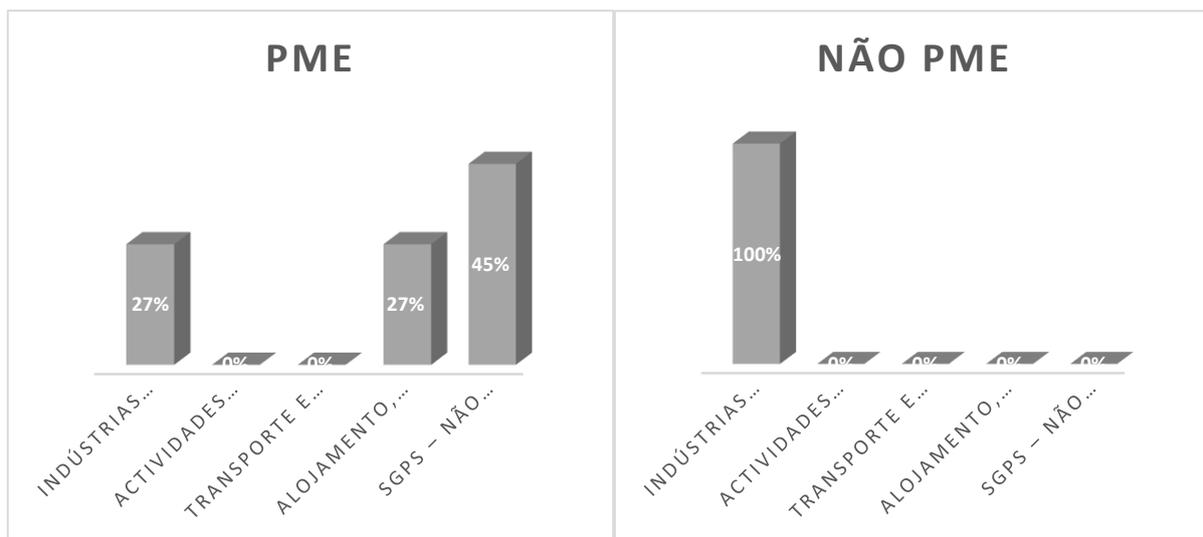


Figura 9: Setores de atividade onde foram realizados mais investimentos

Como podemos observar na figura 9 nas pequenas empresas 73% detêm menos de 20% do capital social da participada. Verifica-se também que no investimento nas grandes empresas as SCR ficam a deter mais percentagem de capital do que nas de menor dimensão.

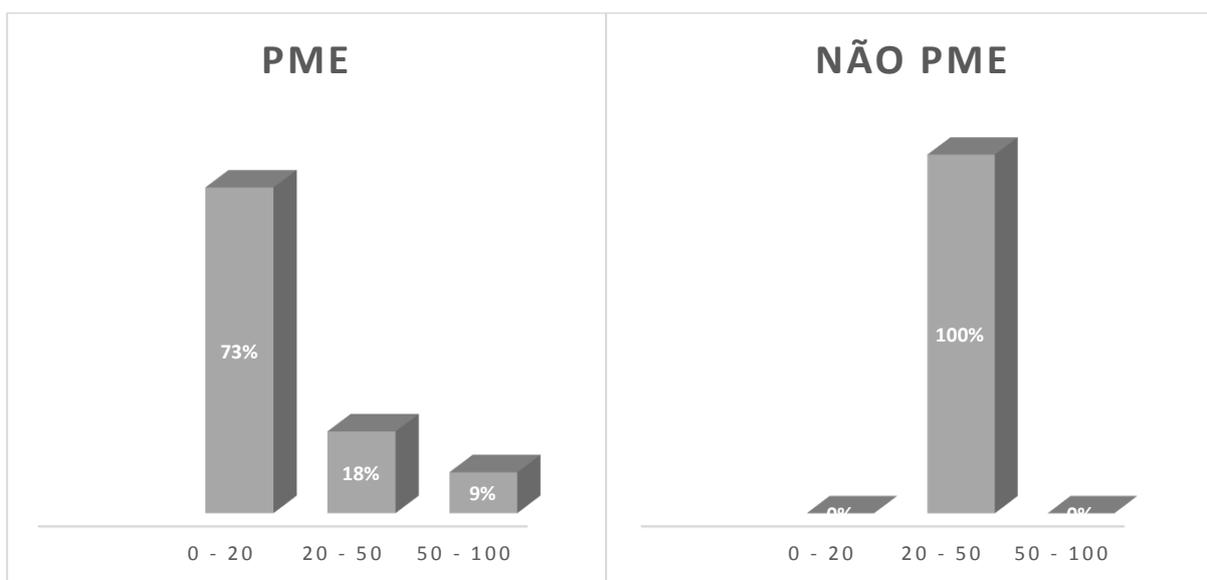


Figura 10: Participação no capital social das empresas (% do número de participações)

b) Acompanhamento e Monitorização

O acompanhamento e a monitorização são fundamentais para o sucesso dos investimentos de capital de risco, já que permitem ao investidor acompanhar a progressão do negócio, para poderem atuar de forma correta e informada; garante ainda que existam menos desigualdades de informação entre a empresa e o investidor. A grande maioria das SCR (73%) intervêm diretamente na gestão das participadas.



Figura 11: Intervenção na gestão das participadas

Normalmente, no nosso país, a participação no capital social é minoritária (Anexo V, Figura: 23), mas a SCR é, ou deveria ser, tudo menos um *silent partner*. De acordo com o estudo efetuado, a intervenção direta na Administração/Gerência acontece em 47% dos casos, na área Financeira ocorre em 27%, tendo ainda 20% das inquiridas respondido que dependia da Empresa/Projeto.

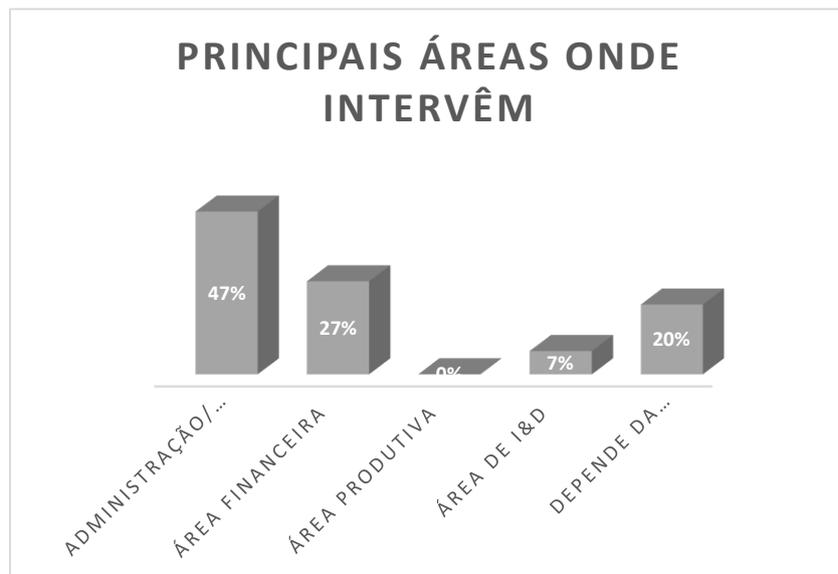


Figura 12: Áreas de Intervenção

Relativamente à frequência com que as SCR medem a performance das suas participadas, 55% fazem-no trimestralmente, 36% mensalmente e em apenas 9% das participações em empresas de reduzida dimensão a medição do investidor se realiza numa base semestral. Nas Não PME, as visitas às participadas ocorrem numa base semestral ou mensal, ambas com uma expressão de 50%.

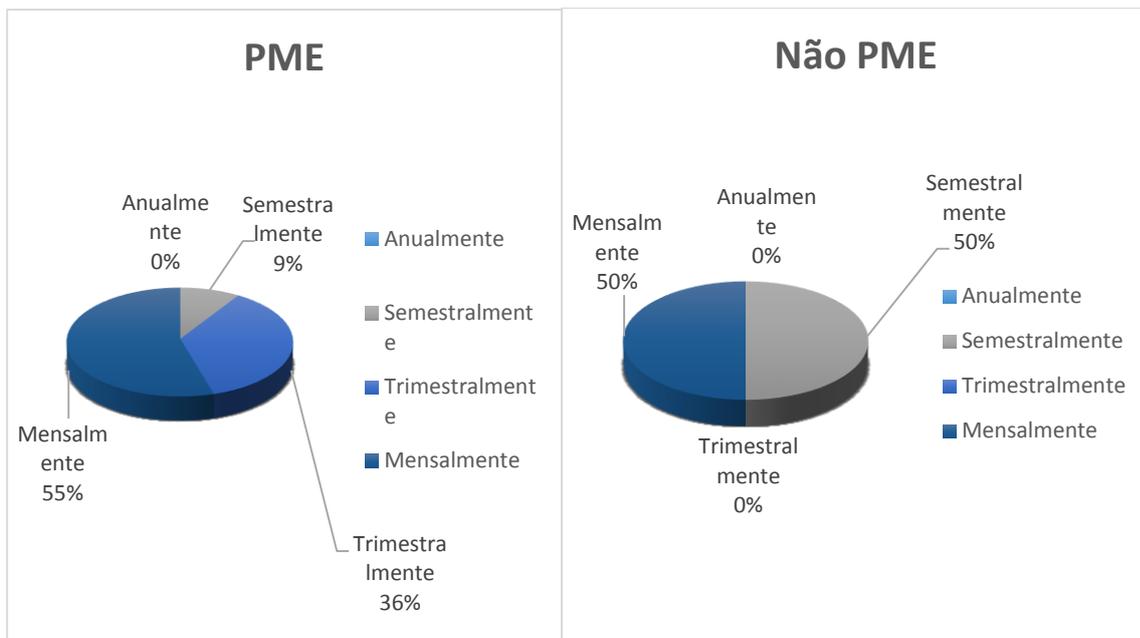


Figura 13: Frequência com que medem a performance

No que toca à frequência com que as SCR visitam as suas participadas (PME), como podemos observar na figura 18, 55% das SCR fazem-no mensalmente, 36% fazem-no de três em três meses e ainda 9% visitam as suas participadas semestralmente. Nas empresas de maior dimensão, podemos concluir que a frequência com que medem e com que visitam as participadas é rigorosamente igual.

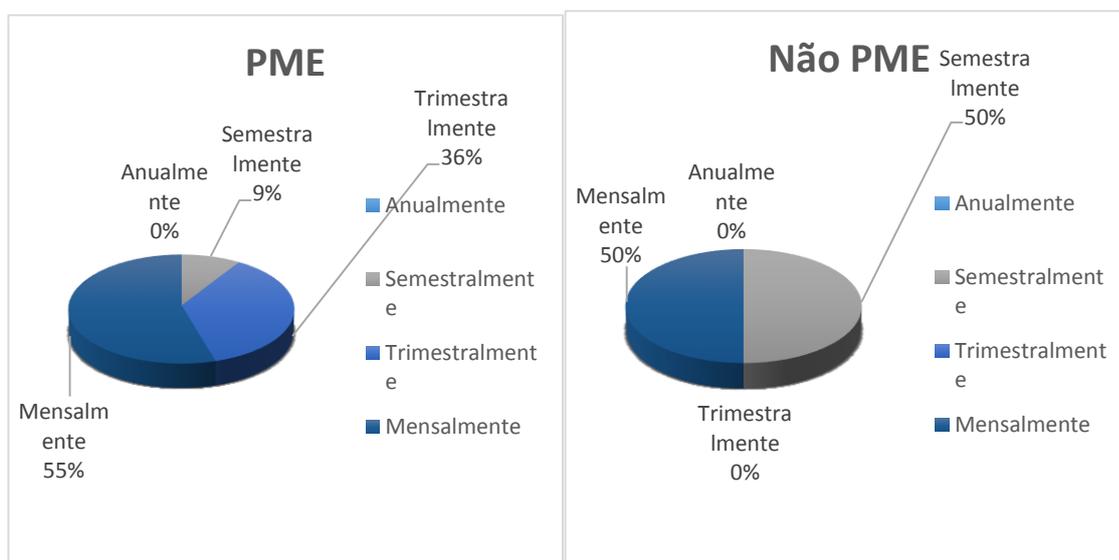


Figura 14: Frequência com que visitam as participadas

O mecanismo de performance mais utilizado no controlo das participadas nas PME são os Relatórios Periódicos com 45%, a avaliação interna do valor da participada (36%) e 18% responderam com informação contabilística da participada. Nas grandes empresas os dois mecanismos mais utilizados são os relatórios periódicos e a avaliação interna do valor da

participada. Pode concluir-se que a realização de avaliações externas e independentes não são uma prática comum nas pequenas nem nas grandes empresas.

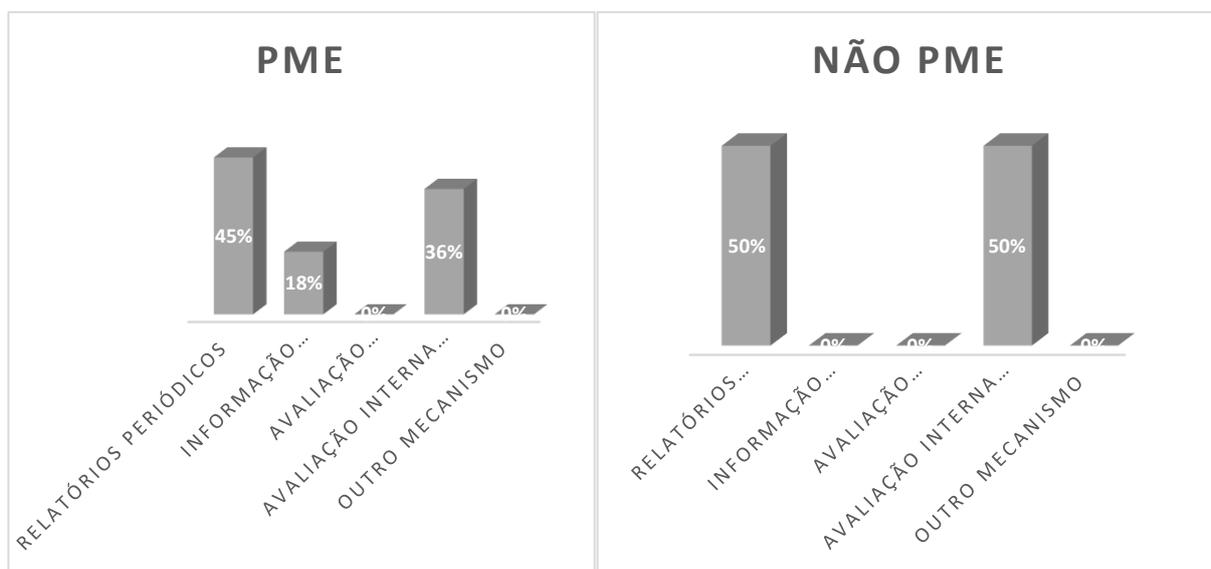


Figura 15: Mecanismo que mais se utiliza no controlo

c) Desinvestimento

Relativamente ao desinvestimento, verificou-se que nas PME o tempo médio de desinvestimento era de aproximadamente oito meses e, nas grandes empresas, o tempo médio de desinvestimento foi superior a dez meses na amostra considerada. As maiores dificuldades sentidas em processos de desinvestimento passados foram a ausência de condições de mercado adequadas (57%), e o facto de os promotores não cumprirem as suas obrigações (29%). Nas empresas de maior porte, também se verificaram as mesmas razões pelas quais se sentiram dificuldades em processo de desinvestimento.

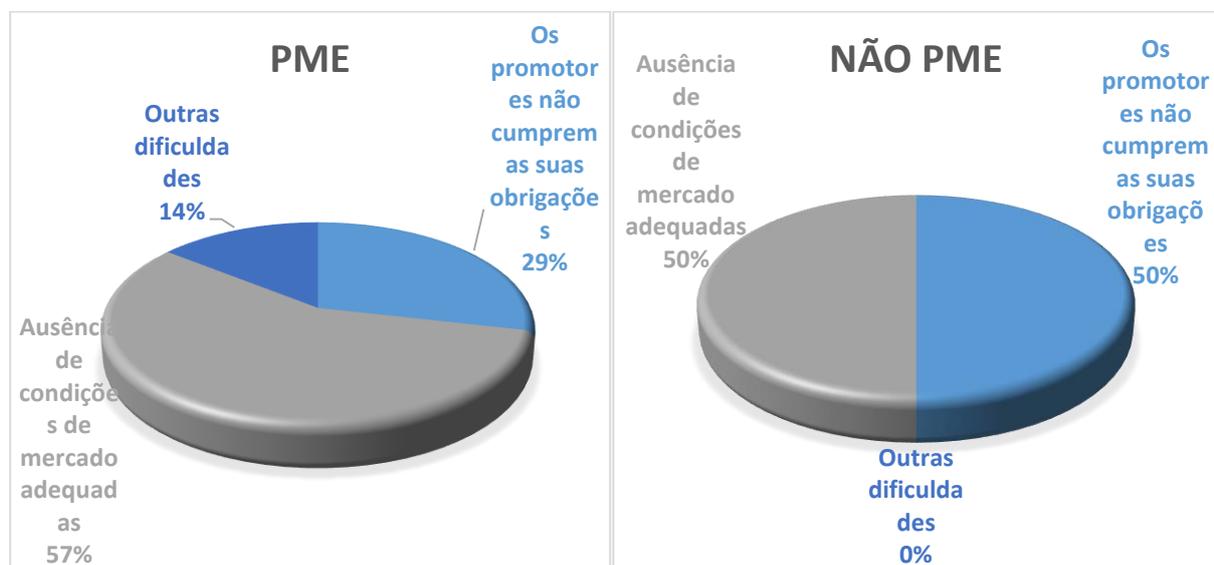


Figura 16: Dificuldades experimentadas em processos de desinvestimento

As estratégias mais adotadas nos desinvestimentos já realizados nas empresas de menor porte foram a recompra por parte dos promotores (60%) e, com 10%, a venda no mercado a investidores, a venda direta a terceiros, a liquidação e outros. Nas empresas de maior dimensão podemos verificar que as duas situações já efetuadas foram a recompra por parte dos promotores e a venda direta a terceiros. As duas condicionantes referidas anteriormente dividem equitativamente as dificuldades experimentadas em processos de investimento.

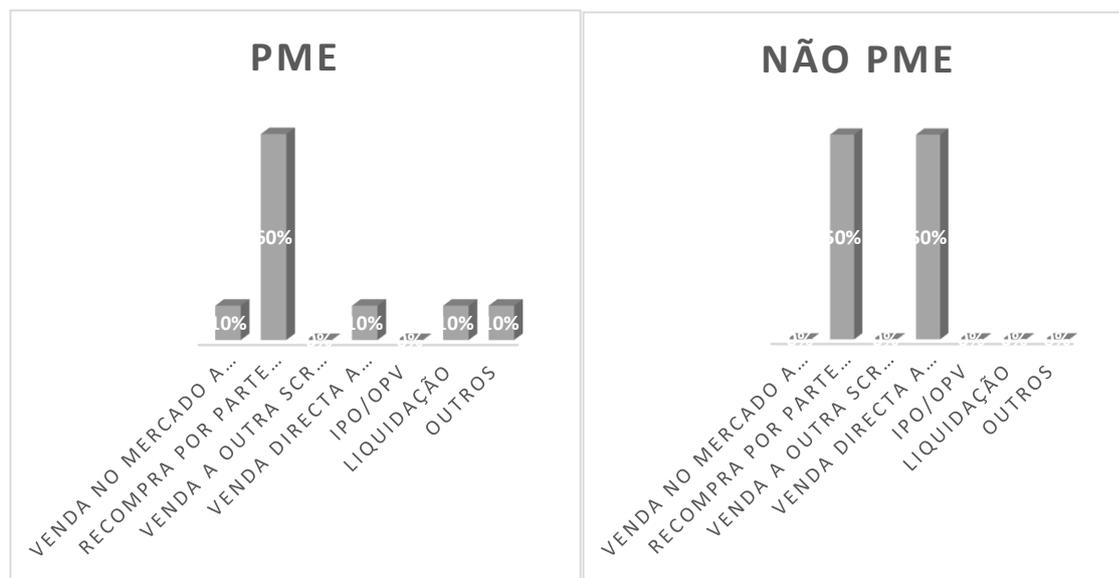


Figura 17: Estratégias de desinvestimento experimentadas

d) Sugestões para melhorar o Enquadramento Legal, Fiscal e Regulatório

Para 87% das inquiridas, o atual enquadramento legal do Capital de Risco fomenta o investimento nas PME.

Ainda assim, para que o enquadramento legal se revele incentivador ao investimento do Capital de Risco nas PME, algumas inquiridas deram as seguintes sugestões:

- Alterações das regras de financiamento do FINOVA;
- Não discriminação sectorial dos apoios às PME. Dificuldades na atribuição de certificados de PME a empresas participadas por FCR, em virtude de os mesmos serem avaliados em função do conjunto de empresas detido por um dado FCR;
- Maior celeridade dos processos especiais de revitalização (PER), como forma de reduzir perdas e rapidamente reequilibrar estruturas de capitais desbalanceadas.

Quando perguntado que dificuldades é que sentiam no âmbito da atividade de investimento em capital de risco, e que gostariam de ver respondidas, e que sugestões tinham para um melhor desempenho nacional da atividade de capital de risco, as respostas foram variadas. Uma das sociedades tinha sede em Luxemburgo e, como tal, não deixou sugestões, bem como outra

sociedade que afirmou que a atividade de capital de risco apresenta um bom desempenho a nível nacional. Nos seguintes pontos, apresentam-se as sugestões e comentários efetuados por algumas das inquiridas:

- Regime fiscal atrativo, sendo o risco maior as alterações do quadro de reforma fiscal perante investidores de longo prazo;
- Estrangulamento das formas de financiamento;
- Excesso de intervenção do Estado no sistema financeiro;
- Isenção de IRC nas mais-valias geradas pelo fundo (princípio da neutralidade fiscal). No entanto, para as empresas participadas propriamente ditas, os benefícios são praticamente inexistentes, com exceção do benefício fiscal associado às operações de aumento de capital;
- Ao nível de política fiscal, deverá ser promovida a recapitalização das empresas nacionais (e em particular das PME), através de medidas como a limitação da dedutibilidade fiscal dos encargos financeiros, em função do EBITDA, conforme iniciado no Orçamento de Estado 2013;
- A isenção fiscal dos Fundos gera incentivos ao investimento sem restrições às mais-valias geradas;
- Poderia ser mais atraente no sentido de atrair mais investidores institucionais privados.

CAPITULO IV - CONSIDERAÇÕES FINAIS

CONCLUSÕES

Torna-se cada vez mais claro que o capital de risco é um produto vocacionado para PME, uma vez que do universo das empresas inquiridas apenas 18% financiam grandes empresas e 100% financiam PME. Num país onde 99.7% das empresas são PME, torna-se bastante importante este método de financiamento no nosso país.

Todas as conclusões adiante derivadas devem ser interpretadas considerando a representatividade do estudo.

De acordo com os dados obtidos, podemos tirar várias conclusões, nomeadamente, quanto maior a empresa, maior o tempo médio de permanência em carteira. Podemos também observar que a dimensão do investimento e a partilha de risco são as principais razões para o recurso à sindicância com outras SCR.

Os investimentos que têm vindo a ser realizados pelas sociedades em análise têm sido maioritariamente orientados para projetos de Expansão e para projetos de empresas *Start-up*. Destaque ainda para investimento de empresas *Seed Capital*. As SGPS- não financeiras são o setor de atividade onde as SCR mais investem, seguido das Industrias Transformadoras. Já nas grandes empresas os investimentos têm sido orientados para indústrias transformadoras.

Podemos concluir que em Portugal seguimos a filosofia *hands-on* uma vez que a maior parte das SCR intervêm diretamente na gestão das participadas, mais propriamente na administração/gerência e na área financeira. A participação no capital social é minoritária o que quer dizer que a empresa pode gerir a sua participada mas sem a liderar.

Após a concretização do investimento, independentemente da dimensão das empresas a visita e medição da performance das suas participadas acontece, na sua maioria, todos os meses. O mecanismo de performance mais utilizado no controlo das participadas são os relatórios periódicos, ao contrário das avaliações externas e independentes que podemos concluir que não são uma prática comum nem nas pequenas nem nas grandes empresas.

Podemos também concluir que para ambas as dimensões das empresas, a ausência de condições de mercado adequadas e os promotores não cumprirem as suas obrigações foram as principais razões das dificuldades sentidas em processos de desinvestimento passados.

A recompra por parte dos promotores foi a estratégia mais adotada nos desinvestimentos já realizados para os dois tipos de empresas. Verificamos também que não existiu nenhuma *IPO/OPV* que em linha com Black e Gilson (1999) é o mecanismo de saída mais rentável e preferido das economias desenvolvidas.

De um modo geral, de acordo com o estudo elaborado, o CR demonstrou que tem sido útil em Portugal para as PME, na criação de novas empresas e útil para empresas que se queiram expandir. Este tipo de financiamento tem desempenhado um papel fundamental na alavancagem deste tipo de empresas, contudo, o financiamento bancário não deverá ser rejeitado, podendo ser utilizado como financiamento complementar, uma vez que, de acordo com (Berger e Schaeck 2011; Florin, 2005) a entrada de investidores pode melhorar a reputação da empresa, e deste modo, conseguir melhores condições quando desejar captar outro tipo de financiamento. Podemos ainda concluir que o financiamento bancário é mais vantajoso para empresas que apresentem uma estrutura financeira solidificada; que o leasing e factoring trazem vantagens e benefícios para empresas, reduzindo alguns custos; o micro crédito é uma oportunidade para quem não tem acesso ao crédito normal; as linhas de crédito são úteis para fazer face a insuficiências de tesouraria e por último o crowdfunding destina-se à promoção de pessoas com talento.

Para finalizar, assumem-se como relevantes alguns desafios para os próximos anos, nomeadamente:

- Maior contato entre os operadores de capital de risco, no sentido de recorrerem mais vezes a operações de sindicância para poderem diversificar a sua carteira;
- Facilitação dos processos de saída, nomeadamente a dinamização do mercado de capitais, permitindo ao empreendedor a recuperação da sua posição;
- Promover melhor relacionamento com a equipa de gestão das empresas; eliminando os problemas de agência;
- Monitorizar de forma eficaz, através da utilização de outros mecanismos, por exemplo a realização de avaliações externas e independentes
- Reforço das políticas *hands-on*;
- Incentivo nas estratégias de internacionalização e inovação das participadas
- A origem dos fundos ser tão diversificada em Portugal como é na Europa¹²

A realização deste trabalho foi sem dúvida uma experiência útil para a minha vida, possibilitando acréscimo de valor e contribuindo de forma positiva para a vida académica e profissional.

¹² Ver (Anexo IV, Figura 18); (Anexo V, Figura 22)

LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

Apesar das conclusões, o presente estudo incorre num significativo risco de enviesamento, devido ao fato do montante global sob gestão e o número de FCR ser bastante superior ao de SCR em Portugal. O estudo tentou incidir sobre ambos mas a dificuldade em obter respostas por parte dos FCR fez com que o estudo incidisse sobre as SCR. Pretendia-se averiguar as diferenças existentes entre PME e Não PME neste tipo de financiamento, mas o fato de apenas duas das inquiridas financiarem Não PME, fragilizam as considerações tidas anteriormente.

Acresce o fato de 80%¹³ do montante gerido pelos operadores de capital de risco no nosso país se centrar em cinco sociedades (Finpro, ECS, Caixa Capital, Portugal Capital Ventures e Espírito Santo Ventures), e apenas uma delas ter participado no estudo.

Ao longo do trabalho percebeu-se também que existem outros *players* (*business angels*) no CR bastante importantes, devido ao seu peso crescente do montante sob gestão e que merecem um estudo futuro sobre o seu impacto no financiamento das PME.

O número máximo de páginas exigido limitou uma abordagem mais ampla e explícita de outras questões que teriam todo o interesse.

Para estudos futuros recomenda-se uma análise sobre os operadores de CR que gerem os maiores montantes sob gestão em Portugal (FCR).

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 confirmação, em pesquisas futuras, que comportem uma amostra constituída por um maior número de observações.

¹³ CMVM

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anom. (2014), Semana Torres INOV-E – Empreender em Torres Vedras, Aconteceu de 21 a 28 de março de 2014 em Torres Vedras
- Banha, F. (1998), “*Capital de Risco, o Impacto da Fiscalidade*”, Porto, Vida Económica.
- Banha, F. (2000), “*Capital de Risco – Os tempos estão a mudar*”, Lisboa, Bertrand Editora.
- Berger, A. e Udell, G. (1998), “*The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*”, Journal of Banking & Finance, Vol (22), pp. 613–673
- Berger, A. e Schaeck, K. (2011), “*Small and Medium-Sized Enterprises, Bank Relationship Strength, and Use of Venture Capital*”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol (43), pp. 461 - 490
- Black, B. e Gilson, R. (1999), “*Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*”, Journal of applied corporate finance, Vol (11), pp. 36 - 48
- Bottazzi, Laura, and Marco Da Rin. (2002) “*Venture Capital and the Financing of Innovative Firms.*” Economic Policy, 34, 229–69.
- Bottazzi, Da Rin and Hellmann (2007) “*Who are the Active Investors? Evidence from Venture Capital*”, Journal of Financial Economics, Vol (89), pp. 488 – 512
- Bottazzi, Da Rin e Hellmann, T. (2008), “*Who are the active investors?*”, Journal of Financial Economics, Vol (89), pp. 48-52
- CE, (2003) Recomendação da Comissão Europeia de 6 de Maio de 2003 (2003/361/CE).
- CE, (2008) Regulamento (CE) 800/2008 DA COMISSÃO de 6 de Agosto de 2008, Jornal oficial da União Europeia, L 214/38.
- Di Giacomo, Marina (2004), “*Public Support to Entrepreneurial Firms: An Assessment of the Role of Venture Capital in the European Experience*”, Journal of Private Equity, Vol (1), pp. 1 - 17
- Duarte, G. (2009), “*Dicionário de administração*”, 3º edição, Realce Editora e Indústria Gráfica
- Faria, P.M.C. (2009). “*Capital de risco: análise comparativa à evolução do investimento em Portugal e na Europa*”, Dissertação de Mestrado em Finanças, ISCTE Business School.
- Florin, J. (2005), “*Is Venture Capital Worth it? Effects on Firm Performance and Founder Return*”, Journal of business Venturing, Vol. (20), pp. (113 – 136)
- Gompers, Paul, and Josh Lerner. (1996) “*The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements.*” Journal of Law and Economics, 39, 463–98.

- Gompers, P e Lerner, Josh (2001), “*The Venture Capital Revolution*” The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, pp. 145 - 168
- Gompers, P. e Lerner, J. (2002), “*The Venture Capital Cycle*”, MIT Press, Cambridge.
- Gorgulho, L. (1996), “*Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O caso do Contec*”, *Dissertação de Mestrado em Economia, Universidade Federal do Rio.*
- Gregoriou, G. (2006), “*Simple and Cross Efficiency of Venture Capital Firms Using Data Envelopment Analysis*”, In *Venture Capital in Europe*, Elsevier.
- Hellmann, Thomas and Manju Puri (2008), “*Building Relationships Early: Banks in Venture Capital*”, *Review of Financial Studies*, Vol (21), pp. 513 - 541
- Hellmann, Thomas, and Manju Puri. (2000) “*The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital.*” *Review of Financial Studies*, 13, pp.959–984.
- IAPMEI (2006), Instituto de apoio às pequenas e médias empresas/Associação Portuguesa do Capital de Risco, “*Guia Prático do Capital de Risco, 2006*”
- Jeng, Leslie A., and Philippe C. Wells. (2000) “The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries.” *Journal of Corporate Finance*, 6, pp.241–289.
- Kaplan, S. N. and Stromberg, P., (2001). “*Characteristics, contracts and actions: evidence from venture capital analyses*”, Working Paper, University of Chicago.
- Legislação Portuguesa (2007), Regulamento do Exercício da Atividade de Capital de Risco, Decreto-Lei nº 375/2007 de 8 de Novembro de 2007.
- Lerner, J (1995), “*Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms*”, *Journal of Finance*, Vol (50), 301 - 318
- Longenecker, Moore e Petty (1997), “*Administração de Pequenas empresas*”, São Paulo: Makron
- Lopes, C. M. (1999), “*A fiscalidade das Pequenas e Médias Empresas – Estudo Comparativo na União Europeia*”, *Vida Económica*, Porto.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1958), “*The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*”, *The American Economic Review*, Vol. (48), pp. 261-297
- Myers, S. C. (1977), “*Determinants of corporate borrowing*”, *Journal of Financial Economics*, Vol (5), pp. 147-175
- Myers, S. C. (1984), “*The Capital Structure Puzzle*”, *Journal of Finance*, Vol. (39), pp. 575-592

Myers, S. C. e Majluf, N. S. (1984). "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*", Journal of Financial Economics, Vol. (13), pp. 187-221

Neto e Filho, J. (2007), "*Capital de Risco para Capitalização das Pequenas e Médias Empresas: um estudo bibliográfico sobre os critérios para capitalização.*", IV Congresso Nacional de Excelência de Gestão, 2007

Pavani (2003), "*O Capital de Risco no Brasil*", Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais

Poser, T. (2003), "*The Impact of Corporate Venture Capital*", Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company, Wiesbaden: Gabler, pp. 35-38

Prelipcean, G. e Boscoianu, M. (2008), "*Venture Capital Strategies for Innovative SME's*", Universidade Stefan cel Mare, Facultatea de Stiinte Economice si Administrative Publica

Puga, F. (2000) "*Experiências de apoio às PME nos Estados Unidos, na Itália e em Taiwan*", Textos para Discussão, nº 75 – BNDES.

Puri e Zarutskie (2008) "*On the Lifecycle Dynamics of VC and Non-VC-Financed Firms*" Center for Economic Studies Working Paper CES pp. 8 - 13

Ribeiro J. (1995), "*Venture Capital*", Revista Portuguesa de Gestão I/95, pp.11-13

Rocha, L. (2000), "*A teoria financeira no contexto das pequenas e médias empresas: o caso do sector têxtil e de vestuário em Portugal*", Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Rocha, R. (2008), "*A decisão de financiamento empresarial: Aspectos a ponderar*", Universidade Jean Piaget de Cabo Verde, Campus Universitário da Cidade da Praia.

Ross, Stephen, Randolph Westerfield e Bradford Jordan (2013), "*Fundamentals of Corporate Finance*", New York, McGraw-Hill.

Schmitt Junior (2002), "*Financiamento das Pequenas e Médias Empresas: Aspectos do Processo de Decisão Empresarial e o Instrumento de Capital de Risco*", Universidade Federal do Rio, Pós-Graduação em Administração, Dissertação

Teixeira, L. (2012), "*Alteração na estrutura de capital nos períodos de racionamento de crédito: Evidência Empírica para Portugal*", Tese de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão

Páginas de internet consultadas

Dados Estatísticos:

Estudo para avaliação do impacto económico do capital de risco em Portugal, Disponível em:

<http://www.apcri.pt/node/10> (Acedido em 23/05/2014)

Barómetro Empresarial Setembro 2013, disponível em:

https://www.informadb.pt/biblioteca/ficheiros/34_estudo_longevidade_empresarial.pdf (Acedido em 20/03/2014)

Barómetro Anual Informa D&B (2013), disponível em:

https://www.informadb.pt/biblioteca/ficheiros/44_estudobarometroanual.pdf (Acedido em 20/04/2014)

SCR, registadas na CMVM, disponível em:

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/capitalrisco/pesquisa_scr.cfm (Acedido em 10/05/2014)

Firmografia 2013, disponível em:

http://www.einforma.pt/images/tecido_empresarial.pdf (Acedido em 17/03/2014)

Tecido Empresarial em Portugal 2012, disponível em:

https://www.informadb.pt/biblioteca/ficheiros/22_Tecido_empresarial_em%20Portugal_2012.pdf (Acedido em 18/03/2014)

The EVCA Yearbook - 2013 European Private Equity Activity, disponível em:

<http://www.eban.org/wp-content/uploads/2014/05/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf> (Acedido em 06/05/2014)

2013 Pan-European PE Performance Benchmarks Study, disponível em:

<http://www.evca.eu/media/199202/2013-pan-european-private-equity-performance-benchmarks-study-evca-thomson-reuters-final-version.pdf> (Acedido em 08/05/2014)

European PE Activity Data 2007-2013, disponível em:

<http://www.evca.eu/research/evca-publications/#i> (Acedido em 08/05/2014)

Relatório Anual da CMVM 2012, disponível em:

http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Pages/CMVMDivulgaRelatórioAnual_eEstudoRiskOutlook.aspx (Acedido em 07/04/2014)

Think Small First: Report of the Expert Group (2009), disponível em:

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/docs/sba/report_think_small_first_en.pdf (Acedido em 17/05/2014)

Portal das PME: Linhas de crédito, Leasing e Factoring, disponível em:

<http://www.pmeportugal.com.pt/PMENAHORA/Conhecimento/Financiamento.aspx> (Acedido em30/03/2014)

IAPMEI, disponível em:

<http://www.iapmei.pt/> (Acedido em13/04/2014)

Site Associação Industrial Portuguesa (2014), disponível em:

<http://www.aip.pt/> (Acedido em20/04/2014)

Microcrédito, disponível em:

<http://www.microcredito.com.pt/mais-informacao/documentos-teses-estudos/documentos/41>
(Acedido em16/04/2014)

Ficha Small Business Act (2013), Portugal, disponível em:

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/portugal_en.pdf (Acedido em16/05/2014)

Ficha do Small Business Act (2014), Portugal, disponível em:

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2014/portugal_pt.pdf (Acedido em23/06/2014)

Plataforma Crowdfunding, disponível em:

<http://ppl.com.pt/pt/crowdfunding> (Acedido em16/04/2014)

Comentário de Antonio Tajani, disponível em:

<http://www.hostelvending.com.pt/artigos/noticias/novo-regulamento-da-ue-espera-facilitar-acesso-das-pmes-ao-credito> (Acedido em27/03/2014)

Comentário do BCE (2013), disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/pme/detalhe/bce_dificuldade_de_financiamento_das_pme_e_claramente_uma_ameaca_a_retoma.html (Acedido em 24/03/2014)

ANEXOS

Anexo I: 1º Questionário

Este questionário destina-se ao desenvolvimento de uma Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais no Instituto Superior de Economia e Gestão. A informação recolhida por esta via servirá de base ao diagnóstico e caracterização da importância do capital de risco no financiamento das PME em Portugal. A definição de PME considerada ao longo deste trabalho é a que consta da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de Maio de 2003.

Este pedido de informação será enviado às Sociedades de Capital de Risco, bem como aos Fundos de Capital de Risco existentes em Portugal.

Toda a informação enviada será mantida confidencial.

Agradeço, desde já, a sua disponibilidade e colaboração.

Envio dos Resultados:

Ao cuidado de Miguel Rodrigues Prazeres dos Santos Augusto

Miguel.rps.augusto@hotmail.com

Morada: AV. General Humberto Delgado, bloco 28, 4º eq.

Contactos para dúvidas:

Tm: 963478885

1º Questionário

1. Características da Sociedade

1.1 Identificação da Empresa

Designação: _____

Tipo de entidade: **Sociedades de Capital de Risco (SCR)** _____

Fundos de Capital de Risco _____

Data da constituição: ___/___/___

1.2 Características gerais e indicadores de atividade

a) Como caracteriza a atividade de capital de risco da sua SCR/FCR de acordo com os parâmetros que a seguir se listam? (Preencher, por favor, com valores respetivos ao ano de 2013)

	PME	Não PME
Montante de fundos aplicados no ano (milhões de €)		
N.º de propostas entradas		
N.º de projetos analisados		
N.º médio de participadas		
N.º de desinvestimentos (alienação total da participação)		

b) Qual o tempo médio de permanência em carteira das empresas participadas? (anos)

PME _____ Não PME _____

c) Qual o montante de investimento médio por empresa? (em milhares de €)

PME _____ Não PME _____

1.3 Carteira de Participações

e) Quais as principais situações onde se recorre à sindicância com outras SCR?
(Selecionar, por favor, a forma mais frequente)

Dimensão do Investimento _____

Partilha de Risco _____

Entrada por Convite _____

Outra: _____

a) Numa escala de 1 a 4, identifique as fases do ciclo da vida das PME onde a sua SCR/FCR mais investe:
(sendo 1 a que mais investe e 4 a que menos investe)

	PME	Não PME
Seed Capital		
Start-up		
Early Stage		
Expansão		
Brige Finance		
Management Buy-Out (MBO)		
Management Buy-In (MBI)		
Turnaround		
Capital de Substituição		
Outra (identifique)		

b) Indique, quais os sectores onde a sua SCR/FCR efetuou mais investimentos?

(Assinalar, por favor, com um X)

	PME	Não PME
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca		
SGPS – não financeira		
Indústrias transformadoras		

Atividades financeiras e de seguros		
Atividades imobiliárias		
Construção		
Transporte e armazenagem		
Alojamento, restauração e similares		
Outras		

2. O Processo de Investimento e Controlo de Participadas

2.1 Qual a % de participação detida no capital social das suas participadas?

	PME	Não PME
(0 – 20)		
(20 – 50)		
(50 – 100)		

2.2 A SCR intervém diretamente na gestão das participadas?

Sim _____

Não (passar para 2.4) _____

2.3 Em caso afirmativo, em que áreas?

Administração/ Gerência _____

Área Financeira _____

Área Produtiva _____

Área de I&D _____

Depende da empresa/ projeto _____

2.4 Acompanhamento e monitorização das participadas

a) Em média, qual a frequência com que mede a *performance* das suas participadas?

	PME	Não PME
Anualmente		
Semestralmente		
Trimestralmente		
Mensalmente		
Outra periodicidade. Qual?		

b) Em média, qual a frequência com que visita as suas participadas?

	PME	Não PME
Anualmente		
Semestralmente		
Trimestralmente		
Mensalmente		
Outra frequência. Qual?		

c) Qual o mecanismo de *performance* que mais utiliza no controlo das participações?

	PME	Não PME
Relatórios periódicos		
Informação contabilística da participada		
Avaliação externa/independente do valor da participada		
Avaliação interna (pela SCR ou pelo fundo de investimento) do valor da participada		
Outro mecanismo. Qual?		

3. O Desinvestimento nas Pequenas e Médias Empresas

3.1 Nas estratégias de desinvestimento efetuadas no passado, quanto tempo durou, em média, a fase de desinvestimento, desde a data em que começou a preparar a saída? (em meses)

PME _____

Não PME _____

3.2 Quais as maiores dificuldades experimentadas em processos de desinvestimento passados? (Assinalar, por favor, com um X)

	PME	Não PME
Os promotores não cumprem as suas obrigações		
Ausência de condições de mercado adequadas		
Outras dificuldades. Quais?		

3.3 Quais as estratégias adotadas nos desinvestimentos já realizados?

	PME	Não PME
Venda no mercado a investidores		
Recompra por parte dos promotores		
Venda a outra SCR ou FCR		
Venda direta a terceiros		
IPO/OPV		
Liquidação		
Outra		

4. Enquadramento Legal, Fiscal e Regulatório

4.1. Considera que o atual enquadramento legal do Capital de Risco fomenta o investimento nas PMEs?

Sim ____ Não ____

4.2. Quais as medidas que sugere para que o enquadramento legal se revele incentivador ao investimento do Capital de Risco nas PMEs?

4.3. Considera que a legislação fiscal atualmente em vigor no Capital de Risco é incentivadora ao investimento nas PMEs?

Sim ____ Não ____

Porquê?

4.4. Que dificuldades é que sente no âmbito da sua atividade de investimento em capital de risco e que gostaria de ver respondidas? Que sugestões tem para um melhor desempenho nacional da atividade de capital de risco?

Anexo II: Questionário após reformulação

Questionário Final

1. Características da Sociedade

1.3 Identificação da Empresa

Designação: _____

Tipo de entidade: **Sociedades de Capital de Risco (SCR)** ____
Fundos de Capital de Risco ____

Data da constituição: ___/___/___

1.4 Qual o tempo médio de permanência em carteira das participadas?(anos)

a) PME ____

b) Não PME _____

1.3 Quais as principais situações para syndicação com outras SCR?

Dimensão do Investimento _____

Partilha de Risco _____

Entrada por Convite _____

Outra: _____

1.4 Numa escala de 1 a 4, identifique as fases do ciclo da vida das PME onde a sua SCR/FCR mais investe: (sendo 1 a que mais investe e 4 a que menos investe)

	PME	Não PME
Seed Capital		
Start-up		
Early Stage		
Expansão		
Brige Finance		
Management Buy-Out (MBO)		
Management Buy-In (MBI)		
Turnaround		
Capital de Substituição		
Outra (identifique)		

1.5 Indique, quais os sectores onde a sua SCR/FCR efetuou mais investimentos?

(Assinalar, por favor, com um X)

	PME	Não PME
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca		
SGPS – não financeira		
Indústrias transformadoras		
Atividades financeiras e de seguros		
Atividades imobiliárias		
Construção		
Transporte e armazenagem		
Alojamento, restauração e similares		
Outras		

2. O Processo de Investimento e Controlo de Participadas

2.1 Qual a % de participação detida no capital social das suas participadas?

	PME	Não PME
(0 – 20)		
(20 – 50)		
(50 – 100)		

2.2 A SCR intervém diretamente na gestão das participadas?

Sim _____

Não (passar para 2.4) _____

2.3 Em caso afirmativo, em que áreas?

Administração/ Gerência _____

Área Financeira _____

Área Produtiva _____

Área de I&D _____

Depende da empresa/ projeto _____

2.4 Acompanhamento e monitorização das participadas

a) Em média, qual a frequência com que mede a *performance* das suas participadas?

	PME	Não PME
Anualmente		
Semestralmente		
Trimestralmente		
Mensalmente		
Outra periodicidade. Qual?		

b) Em média, qual a frequência com que visita as suas participadas?

	PME	Não PME
Anualmente		
Semestralmente		
Trimestralmente		
Mensalmente		
Outra frequência. Qual?		

c) Qual o mecanismo de *performance* que mais utiliza no controlo das participações?

	PME	Não PME
Relatórios periódicos		
Informação contabilística da participada		
Avaliação externa/independente do valor da participada		
Avaliação interna (pela SCR ou pelo fundo de investimento) do valor da participada		
Outro mecanismo. Qual?		

3. O Desinvestimento nas Pequenas e Médias Empresas

3.1 Nas estratégias de desinvestimento efetuadas no passado, quanto tempo durou, em média, a fase de desinvestimento, desde a data em que começou a preparar a saída? (em meses)

a) PME _____

b) Não PME _____

3.2 Quais as maiores dificuldades experimentadas em processos de desinvestimento passados? (Assinalar, por favor, com um X)

	PME	Não PME
Os promotores não cumprem as suas obrigações		
Ausência de condições de mercado adequadas		
Outras dificuldades. Quais?		

3.3 Quais as estratégias adotadas nos desinvestimentos já realizados?

	PME	Não PME
Venda no mercado a investidores		
Recompra por parte dos promotores		
Venda a outra SCR ou FCR		
Venda direta a terceiros		
IPO/OPV		
Liquidação		
Outra		

4. Enquadramento Legal, Fiscal e Regulatório

4.1. Considera que o atual enquadramento legal do Capital de Risco fomenta o investimento nas PMEs?

Sim _____ Não _____

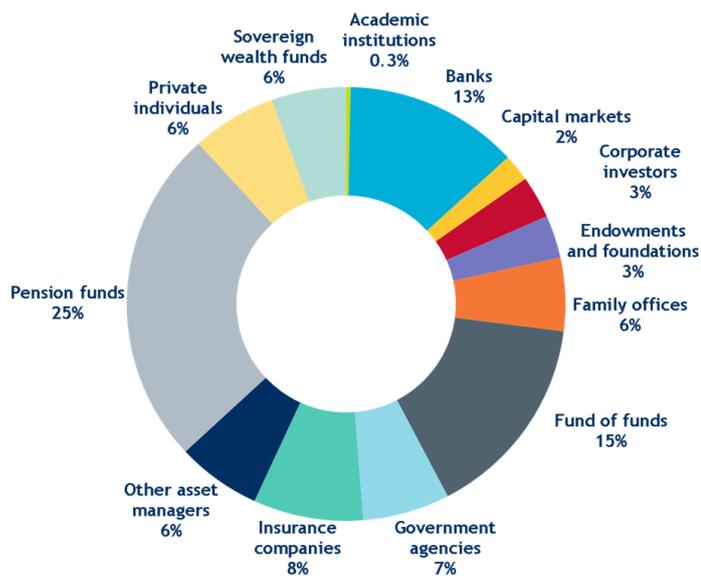
4.2. Quais as medidas que sugere para que o enquadramento legal se revele incentivador ao investimento do Capital de Risco nas PME's?

4.3. Que dificuldades é que sente no âmbito da sua atividade de investimento em capital de risco e que gostaria de ver respondidas? Que sugestões tem para um melhor desempenho nacional da atividade de capital de risco?

Anexo III: Tabela das Empresas inquiridas e empresas participantes no questionário

Empresa	Inquirida	Participante
2BPARTNER – SCR, SA	X	X
3Angle Capital Growth – SCR, SA	X	
Agrocapital – SCR, SA	X	X
Atena Equity Partners – SCR, SA	X	
Azimuth investments – SCR, SA	X	
Banif Capital – SCR, SA	X	
Bem comum – SCR, SA	X	
Betacapital – SCR, SA	X	
Big Capital – SCR, SA	X	
BIZ Capital – SCR, SA	X	
BPI Private Equity – SCR, SA	X	
Caixa Capital – SCR, SA	X	X
Capital criativo – SCR, SA	X	X
Centro Venture – SCR, SA	X	
Change Partners – SCR, SA	X	X
Critical Ventures – SCR, SA	X	X
ECS – SCR, SA	X	
ERIGO – SCR, SA	X	
Espírito Santo Ventures – SCR, SA	X	
Explorer Investments – SCR, SA	X	
Famigeste – SCR, SA	X	
Finpro – SCR, SA	X	
Gepasa – SCR, SA	X	
Global Reach Investments – SCR, SA	X	
Inter Risco – SCR, SA	X	X
Menlo Capital – SCR, SA	X	X
Naves – SCR, SA	X	
Novabase Capital – SCR, SA	X	X
OXY Capital – SCR, SA	X	
Portugal Capital Ventures – SCR, SA	X	X
Vallis Capital Partners – SCR, SA	X	X

Anexo IV: Dados estatísticos sobre atividade capital de risco na Europa



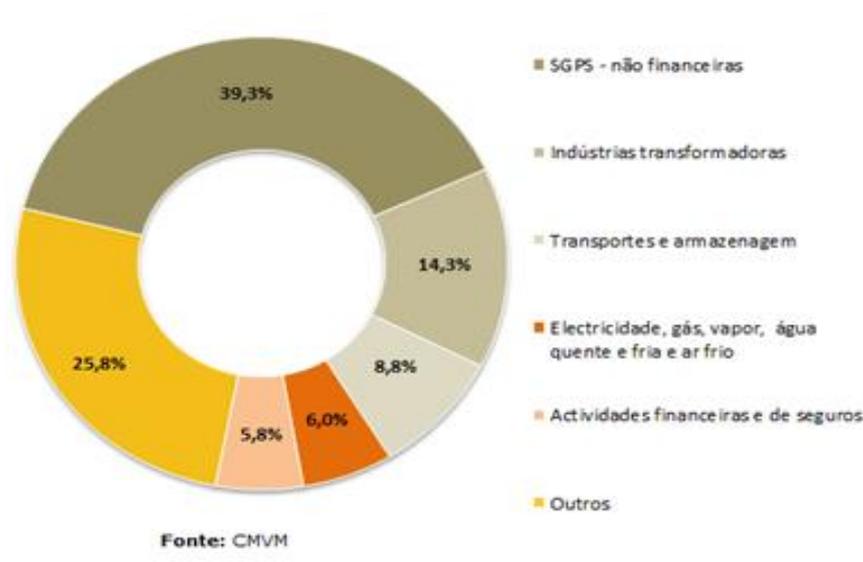
Fonte: EVCA / PEREP_Analytics

Figura 18: Origem dos fundos, por tipo de investidor em % do montante total entre 2007 e 2012

Disponível em:

<http://www.evca.eu/about-private-equity/for-investors/investment-data/>

Anexo V: Dados estatísticos sobre atividade capital de risco em Portugal



Fonte: CMVM

Figura 19: Distribuição do valor investido por setores de atividade (Final de 2012)

Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Pages/CMVMDivulgaRelatórioAnualeEstudoRiskOutlook.aspx>

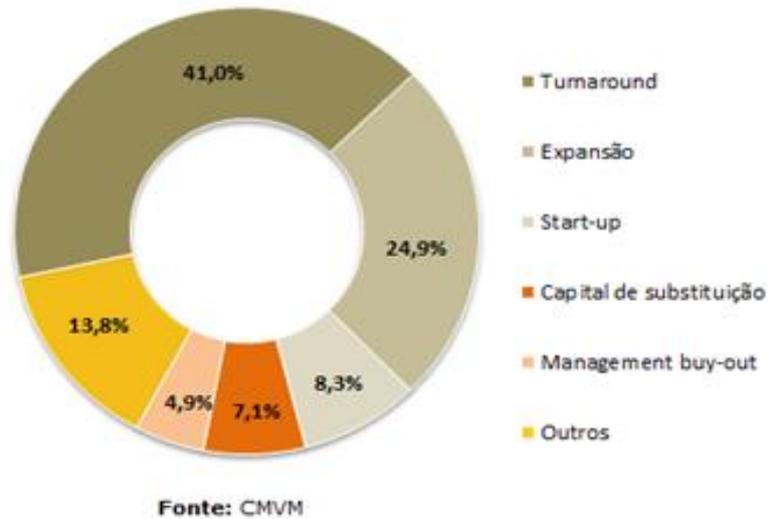
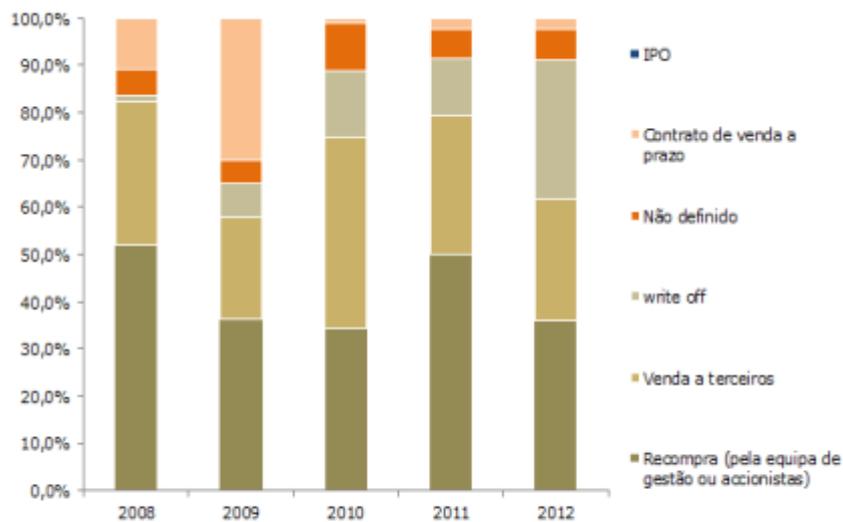


Figura 20: Distribuição do valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas (Final de 2012)

Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Pages/CMVMDivulgaRelatórioAnualeEstudoRiskOutlook.aspx>



Fonte: CMVM (informação relativa aos 1º e 2º semestres de cada ano)

Figura 21: Evolução do tipo de estratégias de desinvestimento (peso do número de desinvestimentos)

Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Pages/CMVMDivulgaRelatórioAnualeEstudoRiskOutlook.aspx>

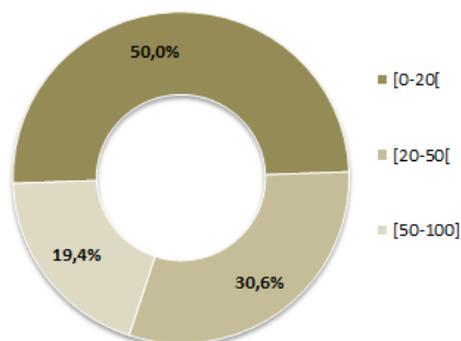
All Private Equity Funds	2010		2011		2012		2013	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Academic institutions	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Banks	48 180	34,0	399 620	75,1	230 000	85,7	90 000	37,2
Capital markets	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Corporate investors	1 000	0,7	12 010	2,3	1 500	0,6	32 090	13,2
Endowments and foundations	15 000	10,6	1 000	0,2	0	0,0	0	0,0
Family offices	0	0,0	7 600	1,4	0	0,0	0	0,0
Fund of funds	0	0,0	30 500	5,7	0	0,0	0	0,0
Government agencies	52 320	37,0	12 650	2,4	36 980	13,8	74 360	30,7
Insurance companies	3 000	2,1	5 000	0,9	0	0,0	0	0,0
Other asset managers (including PE houses other than fund of funds)	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Pension funds	6 500	4,6	26 500	5,0	0	0,0	0	0,0
Private individuals	11 500	8,1	1 500	0,3	0	0,0	0	0,0
Sovereign wealth funds	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Unclassified	4 000	2,8	36 010	6,8	0	0,0	45 760	18,9
New funds raised	141 500	100,0	532 390	100,0	268 480	100,0	242 210	100,0

Figura 22: Principais fontes dos fundos angariados (2010-2013)

European Private Equity Activity Data 2007-2013

Disponível em:

<http://www.evca.eu/research/evca-publications/#i>



Fonte: CMVM

Figura 23: Participação no capital social das empresas (% do número de participações – Final de 2012)

Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Pages/CMVMDivulgaRelatórioAnualeEstudoRiskOutlook.aspx>

All Private Equity	2011		2012		2013						
	Amount	%	Number of companies	%	Amount	%	Number of companies				
No syndication	329 989	74,6	26	32,5	211 201	92,2	103	85,8	180 740	70,8	122
Syndication	112 281	25,4	54	67,5	17 766	7,8	17	14,2	74 433	29,2	28
Total investment	442 270	100,0	74	100,0	228 967	100,0	117	100,0	255 173	100,0	147

Figura 24: Sindicação com outras SCR (2011-2013)

European Private Equity Activity Data 2007-2013, disponível em:

<http://www.evca.eu/research/evca-publications/#i>