

6. ACESSO AO FINANCIAMENTO

DOCUMENTO DE TRABALHO Nº 6

ÍNDICE

6.1. INTRODUÇÃO: O CAPITAL E AS EMPRESAS	3
6.2. REORIENTAÇÃO DE FUNDOS PÚBLICOS PARA A INOVAÇÃO	6
6.3. O CAPITAL DE RISCO: SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO E EMPRESAS	6
6.4. PARTICULARES: "BUSINESS ANGELS" E INVESTIDORES QUALIFICADOS.....	11
6.5. EMPRESAS INOVADORAS	14
6.6. O PAPEL DO ESTADO	15
6.7. A GARANTIA MÚTUA E AS PME.....	19

6.1. INTRODUÇÃO: O CAPITAL E AS EMPRESAS

O capital de risco tem vindo a desempenhar um papel crescente no desenvolvimento da economia e em particular no das empresas de pequena e média dimensão (PMEs). Nos Estados Unidos da América (EUA), as novas empresas têm sido muito mais eficazes a aproveitar as novas oportunidades proporcionadas pelo avanço tecnológico do que nos restantes países da OCDE essencialmente por duas razões¹: a flexibilidade do mercado laboral qualificado e a do mercado de capital de risco. A nível europeu, várias instituições (em particular a Comissão Europeia e o Fundo Europeu de Investimento) têm insistido sobre a necessidade de desenvolver esta forma de financiamento. Também a Estratégia de Lisboa, tal como foi redefinida pela Comissão Europeia em Abril deste ano, aponta o acesso das PME's ao financiamento como uma prioridade. Concretamente, uma das linhas de orientação ("linhas de orientação integradas nº 15")² afirma o seguinte:

"Com o objectivo de promover uma cultura mais empreendedora e criar um ambiente favorável às PME's, **os Estados-Membros deverão melhorar o acesso destas ao financiamento, adaptar os sistemas fiscais**, reforçar o potencial inovador das PME's e fornecer informação relevante e serviços de apoio, de modo a encorajar a criação e crescimento de *start-ups* de acordo com a Carta das PME's. Por outro lado, os Estados-Membros deverão reforçar a educação e formação em empreendedorismo. **Os Estados-Membros deverão também facilitar a transferência de propriedade, rever a legislação relativa a falências e melhorar os procedimentos relativos ao saneamento e reestruturação das empresas.**"³

A Carta Europeia das Pequenas Empresas, definida também em 2000 como corolário da Estratégia de Lisboa, reforça esta ideia, fazendo o compromisso de "melhorar o acesso ao financiamento ao longo de todo o ciclo de vida das empresas", em particular nas suas fases iniciais. No sector do capital de risco, as diferentes fases do ciclo de investimento são as descritas na tabela 6.1.

Tabela 6.1 – Fases de investimento em capital de risco

Fase	
▶ <i>Seed</i> (semente) ou <i>start-up</i>	▶ Financiamento com o objectivo de desenvolver um conceito, um produto inicial ou o <i>marketing</i> que lhe é associado. A empresa é geralmente muito nova (cerca de 1 ano) e ainda não iniciou a produção de bens ou serviços com fins comerciais. A constituição da administração da empresa está ainda em curso.
▶ <i>First-stage</i> (fase inicial)	▶ Financiamento numa fase em que as despesas iniciais de produção e marketing já foram realizadas, sendo agora necessários investimentos adicionais. Nesta fase a administração da empresa já está a actuar em pleno,, embora o negócio possa ainda não ser rentável.
▶ <i>Second-stage</i> (expansão)	▶ Financiamento com o objectivo de contribuir para a expansão da actividade da empresa. Regra geral, marketing e vendas progredem a bom ritmo nesta fase. A empresa poderá ainda não estar a gerar lucros.
▶ <i>Financiamento Mezzanine</i>	▶ Financiamento feito com o objectivo de contribuir para uma expansão em grande escala da empresa, numa altura em que as vendas estão a aumentar e o <i>cash flow</i> está em <i>break-even</i> ou ligeiramente positivo.
▶ <i>Leveraged buy-outs</i> (LBOs)	▶ Financiamento com o objectivo de uma aquisição estratégica de outras linhas de produção ou empresas, ou ainda a aquisição total ou parcial da empresa pela sua administração ou colaboradores (<i>management buy-out</i>).

Fonte: Atlantic Canada Opportunities Agency (adaptado)

¹ Fagerberg, J., Mowery, D., Nelson, R. (2005), "The Oxford Handbook of Innovation", Oxford University Press.

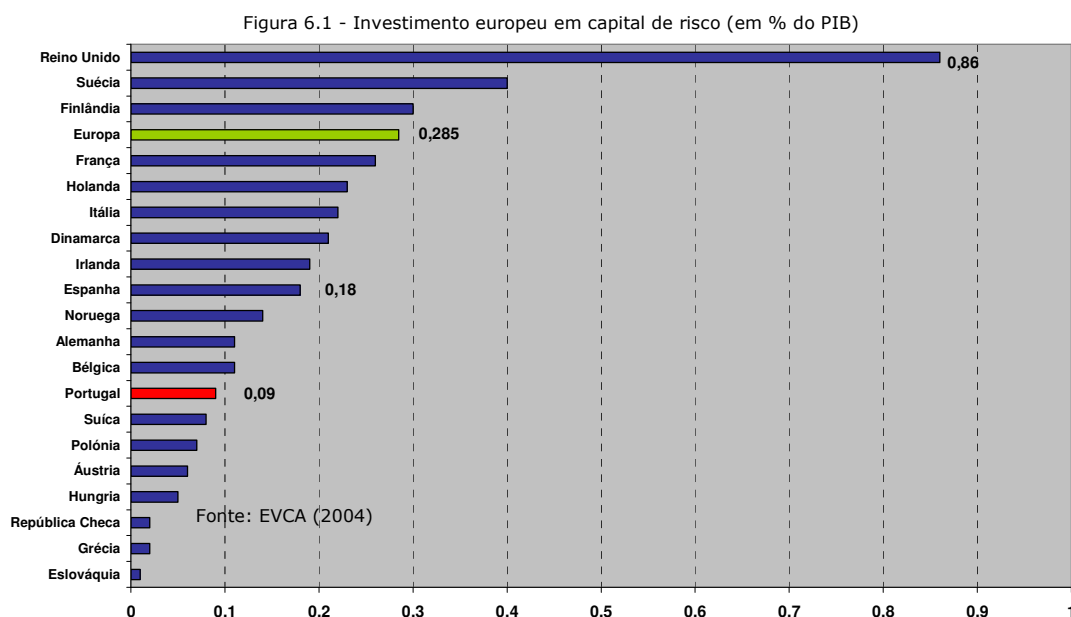
² Conselho Europeu "Council Recommendation on the Broad Guidelines for the Economic Policies of Member States and the Community (2005-08)"

³ Tradução própria.

Se todas as instituições europeias foram mobilizadas para a questão do financiamento das PME, uma em particular viu o “Apoio a PME e Inovação” tornar-se seu lema: o Fundo Europeu de Investimento (FEI). Aliás, o próprio Banco Europeu de Investimento (BEI), tradicionalmente vocacionado para as grandes empresas, dedica especial atenção à questão no seu mandato actual.

Havendo convergência entre instituições europeias e nacionais sobre a importância do capital de risco (entendido como *private equity* e não só *venture capital*), importa relembrar os seus benefícios económicos e sociais, tal como investigados pela EVCA⁴: a) emprego: 90% das empresas recipientes de capital de risco aumentaram o número de colaboradores. A grande maioria das empresas tinha menos de 50 empregados quando o investimento foi feito e, em média, o número de novos colaboradores foi de 46, ou seja uma duplicação; b) viabilidade: 72% das empresas em fase *seed* e *start-up* afirmou que sem capital de risco não teria existido. 95% do total (incluindo as empresas em fase de “expansão”) disseram que o investimento foi crucial para a sua existência, viabilidade e sucesso; c) crecimento: a maioria das empresas utiliza o investimento para financiar as despesas de I&D, marketing e formação, o que por seu turno leva a maior competitividade; d) parceria activa: o contributo do capital de risco não é só financeiro. O envolvimento dos parceiros é tido como útil em termos de aconselhamento estratégico e de gestão, bem como em termos de credibilidade e de oportunidades de *networking*.

Apesar de se tratar duma forma de financiamento crucial, o capital de risco em Portugal encontra-se ainda a um dos mais baixos níveis europeus, a um terço dos níveis médios da EU (ver figura 6.1): 0.09% do PIB comparado com 0.29% na média da UE.

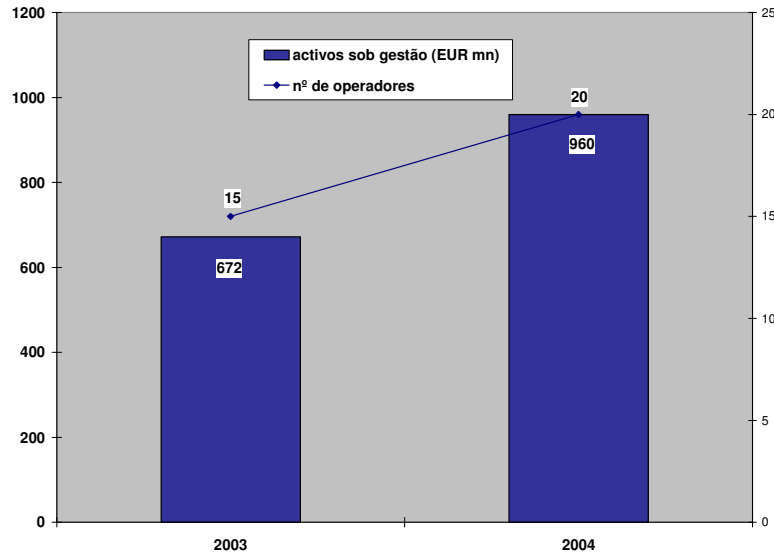


Em Portugal, em finais de 2004, havia cerca de 960 milhões de euros em fundos de capital de risco (ver figura 6.2), o que representou um crescimento de 30% face ao ano anterior. Do investimento total realizado em 2004, o principal investidor foi o Estado (63% ou 124 milhões de euros aproximadamente) e o seu padrão em termos de sectores não foi encorajador: tecnologias de informação (1%), comunicações (3%) e saúde (6%) perfizeram apenas 11% do total (ver figura 6.3), tendo dominado o sector dos bens de consumo e serviços (42%). Apesar dos bens de consumo e serviços serem também preponderantes nos restantes países europeus, existem diferenças significativas: as tecnologias de informação representam 6%, as comunicações, 14% e a saúde 7,5%.

⁴ European Private Equity & Venture Capital Association (2002), “Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe”.

De notar que o sector da biotecnologia, que não recebeu nenhum investimento no período 2000-2002, representou 1,8% do montante total em 2003 e 5,7% em 2004 (ou seja 4,3 milhões de euros). Segundo a APCRI, este investimento foi realizado em cerca 75% pelo Estado e o número de empresas recipientes passou de 2 a 7, uma tendência que, a consolidar-se, deverá ser considerada positiva.

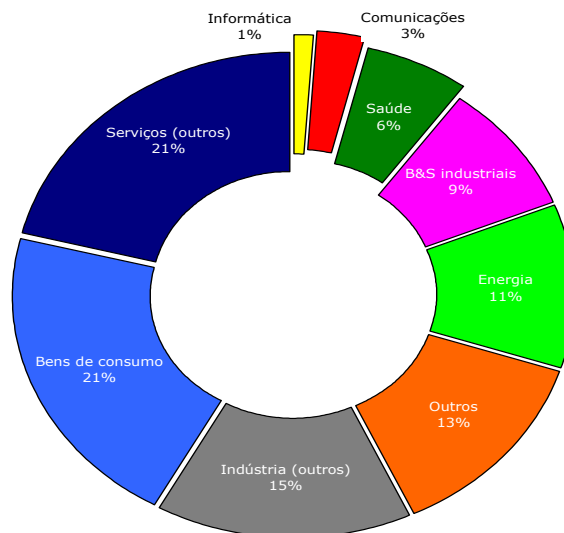
Figura 6.2 – Activos sob gestão e número de operadores em Portugal (2003 e 2004)



Fonte: APCRI

Quanto ao *portfolio at cost* (ou seja, o montante realmente investido nas empresas – e não apenas disponível para investimento), este regrediu em 2004, o que pode indicar um compasso de espera por boas oportunidades de negócio. O montante deste é, apesar da tendência de evolução positiva desde 1999, ainda muito reduzido relativamente aos padrões dos mercados financeiros desenvolvidos, com cerca de 432 milhões de euros, ou seja 0,3% do total europeu (156 mil milhões de euros).

Figura 6.3 – Sectores de investimento (2004)



Fonte: APCRI

6.2. REORIENTAÇÃO DE FUNDOS PÚBLICOS PARA A INOVAÇÃO

O Plano Tecnológico tem subjacente uma lógica de reorientação de fundos públicos a favor das iniciativas favoráveis à inovação. Sem prejuízo dos pontos adiante desenvolvidos sobre capital de risco e sobre o sistema de garantias mútuas, importa começar por referir que o novo PRIME (Programa de Incentivos à Modernidade da Economia), gerido pelo Ministério da Economia e Inovação contempla várias iniciativas com uma lógica subjacente semelhante. É, aliás, intenção clara do referido Ministério, o realinhamento do PRIME com os objectivos do Plano Tecnológico, para além dos consagrados propósitos de relançar o investimento empresarial e reforçar a competitividade das empresas.

Assim, as linhas gerais de acção do PRIME prevêem o reforço dos meios financeiros disponíveis vocacionados para o crescimento baseado na inovação, a aceleração da aprovação dos incentivos e da execução dos projectos, a simplificação dos processos de decisão internos e a adaptação dos incentivos às necessidades específicas de sectores (ex. têxtil, calçado, energia eólica), regiões ou mercados (ex. Espanha). Os recursos financeiros envolvidos significam 4,6 mil milhões de euros de investimento, dos quais 1,5 mil milhões de euros de financiamento público e EUR 3,1 mil milhões de financiamento privado. A tabela 6.2 mostra a repartição destes recursos financeiros por área de competitividade a potenciar.

Tabela 6.2 Investimento por áreas de competitividade (2005-2006)

	Investimento total	% do total
I&D, Inovação e Internacionalização	2 574	55%
Formação	435	9%
Diversificação e eficiência energética	1 458	31%
Parcerias e actividades de suporte	223	5%
Total	4 691	100%

Fonte: Ministério da Economia e Inovação

Relativamente à principal linha de acção, que promove a especificamente a inovação (traduzindo-se por 55% do financiamento total, ou seja EUR 2.57 mil milhões), pretende-se orientar o investimento empresarial para áreas prioritárias, através de concursos de selecção próprios. Tal é o caso dos investimentos em domínios prioritários (ex. *cluster* eólico, empreendedorismo de base tecnológica), dos investimentos em produtos turísticos estratégicos e das acções de presença das PME na economia digital. Pretende-se também reforçar o financiamento da I&DT nas empresas utilizando um subsídio não reembolsável e assegurar os apoios à inovação empresarial e à propriedade industrial em todo o país.

6.3. O CAPITAL DE RISCO: SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO E EMPRESAS

Num contexto mundial em que o crescimento das empresas tem subjacente um nível de inovação constante e acelerado, as grandes empresas norte-americanas e europeias têm procurado estar

próximas das pequenas empresas tecnológicas e inovadoras. De um modo geral, estas não concorrem com a actividade principal das grandes empresas, mas podem trazer-lhe benefícios indirectos por inovarem em sectores que lhe são relacionados. Assim, uma *corporate venture* é uma forma de capital de risco⁵ e uma fonte interessante de financiamento às PME's inovadoras. As vantagens são várias para ambas as partes. A empresa investidora obtém proximidade de um ambiente mais propício à inovação do que o da própria empresa, devido à sua maior dimensão e maior propensão à burocratização, o que lhe confere vantagens competitivas a nível mundial. A empresa investida beneficia sobretudo do acesso a capital e a um accionista participativo, que lhe trará conhecimentos financeiros e de gestão. Para além disso, este accionista é frequentemente um cliente importante na fase inicial da vida da empresa.

Tabela 6.3 – Alguns exemplos de “corporate ventures” mundiais

Empresa-mãe	“Braço” de corporate venture	Empresas participadas	Áreas de investimento	Activos totais	Activos por empresa	País
Acer	Acer Technology Ventures	Airmagnet, Fortinet, Octasoft, Apherma, Aviva, Sensable, Clearcube, etc.	Early-stage e projectos de software e hardware inovadores	> USD 260 mn (EUR 320 mn)	USD 0.5 a USD 5 mn (25 empresas participadas)	Taiwan
Deutsche Telekom	T-Ventures (desde 1997)	Belair Networks, Maxxio, Mindmatics, Ivistar, Bluefactory, Coremedia, etc.	Banda larga, telemóveis, serviços, “disruptive technologies”	N/D	N/D (16 empresas participadas)	Alemanha
France Telecom	Innovacom (desde 1988)	Netcentrex, Chateau Online, Cityneo, Frontcall, Kelkoo, Atchik, etc.	Early stage. Hardware e software de telecomunicações, serviços, componentes	N/D	EUR 4 mn	França
Intel	Intel Capital (desde 1991)	Aeroscout, Colibrays, All Telecom, APR Smartlogik, AM-BEO, Mellanox Technologies, etc.	40% em seed capital. Tecnologia, comunicações, computing	USD 4 bn (EUR 4.9 mil milhões)	EUR 4 mn (1000 empresas participadas)	EUA
Lucent Technologies	Lucent Venture Partners (desde 1998)	Caspian Networks, Mobilitec, Network Physics, Alopa, Banter, Bandwidth 9, etc.	Deixou de investir em novas empresas. Só apoia as que tem em carteira. Software. Infra-estruturas, semi-condutores e serviços	N/D	N/D (52 empresas participadas)	EUA
Novartis	Novartis Venture Funds (desde 1996)	Theravance (US), Transform Pharma (US), Viron (UK), VitaPlant (CH), Sirenade (D), Igeneon (A) etc.	Essencialmente start-ups universitárias e spin-offs da Novartis. Área da saúde	CHF 150 mn + USD 100 mn (cerca de EUR 358 mn ⁶) em 132 empresas	EUR 2.7 mn	Suíça
Siemens	Siemens Venture Capital	Clustra, Mediatrix, Efficient Networks, Oblix, Alvarion, Garderos, Covega, etc.	Start-ups e fundos de capital de risco. Informação, Comunicação, Soluções Médicas, e Segurança	EUR 600 mn	EUR 4.6 mn	Alemanha

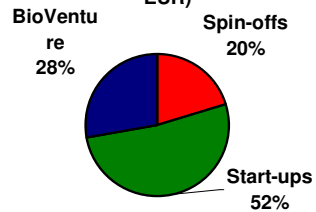
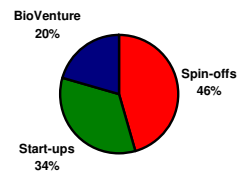
Fonte : Gesventure e Unidade de Coordenação do Plano Tecnológico.

⁵ A National Venture Capital Association define “corporate venturing” como uma forma de investimento directo em empresas por parte de outras que não sejam da área financeira. O veículo de investimento, normalmente um fundo, procura oportunidades de investimento congruentes com a tecnologia estratégica do accionista de modo a gerar sinergias ou diminuição de custos. A rentabilidade do investimento pode não ser o principal objectivo do accionista, mas sim a capacidade de inovação, contrariamente ao investimento feito por sociedades gestoras de capital de risco. No caso destas, os montantes investidos provêm em geral de terceiros, enquanto que no caso das *corporate ventures*, o montante pertence à própria empresa.

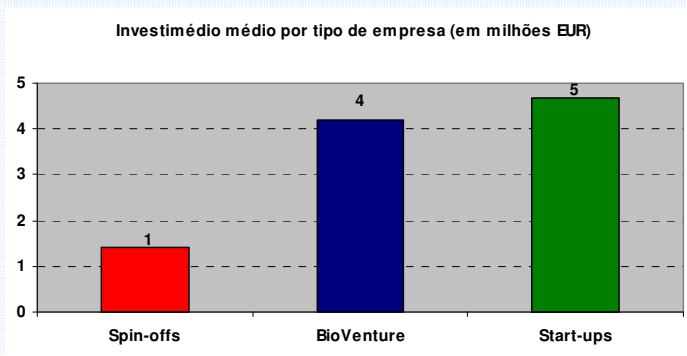
⁶ Tomaram-se por referência os seguintes câmbios (a 8 Agosto 2005): EUR/USD=1.2374 e EUR/CHF=1.5590

Case study: fundo Novartis Venture

Criado em 1996 para fazer face à saída de cientistas e investigadores da sociedade em busca de maior retorno financeiro e independência de trabalho nas suas próprias empresas, o fundo Novartis já investiu cerca de 358 milhões euros em 132 empresas da área das ciências da saúde. A missão do fundo "Novartis Venture" é apoiar iniciativas empresariais inovadoras, especialmente na área da saúde, tendo-se o objecto de investimento alargado a *start-ups* universitárias e, em menor escala, a empresas maduras do mesmo sector. A maioria dos investimentos é feito na Suíça (47% do montante investido) e nos EUA (36%), mas outros países têm beneficiado deste fundo (Alemanha, Áustria, Reino Unido, Singapura). Estima-se que mais de 1700 postos de trabalho tenham sido gerados com estes investimentos.

Investimento efectuado (em milhões EUR)**Número de empresas (por tipo)**

Para a Novartis, este é um meio para estar perto da descoberta científica médica, simultaneamente beneficiando dos seus resultados (isto é, utilizando-os comercialmente) e beneficiando as empresas em que investe (através do capital disponibilizado e da partilha dos conhecimentos de gestão).



Em 2004, foram investidos 53 milhões de euros, dos quais 10 milhões em seis novas empresas e o restante em investimentos adicionais ("follow-on"). As áreas de investimento subdividem-se em terapêuticas e plataformas/serviços:

Área terapêutica	Plataformas e serviços
Artrite e inflamação	Bibliotecas
Cardiovascular	Biopolímeros
Dermatologia	Células/anticorpos/vacinas
Doenças infecciosas	Desenvolvimento pré-clínico
Metabolismo	Diagnóstico
Neurologia	DNA/RNA
Oftalmologia	Fito-farmácia
Oncologia	Informática
Ortopedia	Modelos animais
	Serviços clínicos

Uma das novas empresas, a Symetis, é um *spin-off* da Universidade de Zurique que desenvolve implantes cardiovasculares que utilizam conhecimentos de engenharia dos tecidos. A primeira aplicação dos resultados do trabalho de investigação será o tratamento de malformações congénitas das válvulas pulmonares em crianças. Todos os anos são operadas a coração aberto 3500 crianças que padecem desta doença, de modo a que se implante uma válvula artificial. Esta terá de ser substituída várias vezes durante o crescimento das crianças. A tecnologia desenvolvida pela Symetis evitará a necessidade de múltiplas, arriscadas e caras operações ao longo dos anos, fornecendo-lhes uma solução permanente para o seu defeito congénito.

Do ponto de vista financeiro, também em 2004 foram efectuados com sucesso três IPOs no NASDAQ: Eyetech Pharmaceuticals (IPO levantou USD 136.5 milhões e USD 170.9 milhões na segunda fase), Idenix Pharmaceuticals (USD 132.6 milhões) e Theravance (USD 110 milhões). Em termos de evolução recente, nos últimos 12 meses (Agosto 2004 a Agosto de 2005), a cotação da Eyetech Pharmaceuticals perdeu 63% e a da Idenix Pharmaceuticals valorizou 173%. Quanto à da Theravance, progrediu 42% desde Novembro (altura do IPO).

Fonte: Novartis Venture Fund (www.venturefund.novartis.com)

O enquadramento fiscal das sociedades de capital de risco (SCR) e fundos de capital de risco (FCR) tem vindo a ser sistematicamente apontado com um dos principais factores que influenciam o investimento privado nestes instrumentos, quer pelo regime fiscal aplicável aos veículos de investimento, quer pela tributação a que estão sujeitas as pessoas físicas e colectivas, residentes ou não residentes, que invistam em acções de SCR ou em unidades de participação de FCR.

Em síntese, podem assinalar-se os seguintes pontos, que exigem uma reanálise logo que possível:

- ▶ Os sujeitos passivos de IRS que residam em Portugal não têm qualquer incentivo para investir em SCR ou FCR. Por um lado, e no melhor dos casos, são tributados de forma idêntica à que seria aplicável a um investimento em acções cotadas em bolsa (investimento em SCR) ou a qualquer outro rendimento de capitais (investimento em FCR). Por outro lado, atendendo à existência de veículos europeus de investimento em capital de risco (sob a forma de sociedades e fundos) que não tributam os rendimentos obtidos por não residentes, carecem de incentivo para investir em SCR ou FCR portugueses.
- ▶ Os mesmos problemas se podem apontar ao investimento em SCR e FCR por pessoas colectivas residentes, já que o referido investimento recebe o tratamento fiscal que é aplicável ao investimento em qualquer outro tipo de acções (investimento em SCR) ou que qualquer outro tipo de rendimento (investimento em FCR). Acresce que a tributação das mais-valias obtidas por pessoas colectivas residentes com a alienação onerosa de acções em SCR é, na melhor das hipóteses, diferida em 50%, mediante o cumprimento de condições exigentes. Falta aqui, como já referido, um incentivo para que as empresas invistam em veículos de capital de risco portugueses;
- ▶ O investimento não-residente, de pessoas físicas e colectivas,⁷ em SCR ou em FCR, já de si raro, é altamente desincentivado, já que o seu retorno periódico (dividendos, juros ou rendimentos periódicos de unidades de participação) dá sempre origem a retenção de imposto na fonte. Este aspecto do regime fiscal português é especialmente desfavorável quando comparado com a grande maioria dos países UE, que abdicam de tributar os rendimentos obtidos por não residentes que tenham investido em veículos de capital de risco (ex. SICAR luxemburguesa, PRIVATE PRIVAK belga). Por outro lado, o regime português obriga os não residentes a investir em SCR exclusivamente através de capital, o que não é compatível com a prática internacional, onde parte do investimento se faz através de dívida.
- ▶ Quanto aos investidores estrangeiros, existe, além do mais, um forte desincentivo ao investimento em FCR no que toca ao momento crucial da saída do investimento. Por um lado, quer sejam pessoas físicas ou colectivas, os rendimentos decorrentes da distribuição do saldo de liquidação no momento do reembolso das unidades de participação, no fim do período de investimento, dá sempre origem a tributação em Portugal por retenção na fonte. Por outro lado, a lei portuguesa não é absolutamente clara quanto à aplicabilidade de uma isenção de tributação constante do artigo 26º do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF) às mais-valias obtidas com a alienação de unidades de participação em FCR;

Também a tributação dos próprios veículos de investimento levanta problemas.

- ▶ Por um lado, e no que às SCR se refere, apenas os dividendos e as mais-valias estão isentas de tributação, mediante o cumprimento de determinadas condições. Esta limitação impede que a escolha do financiamento das participadas seja livre (já que os juros recebidos são tributados). A experiência de outros veículos de investimento em capital de risco (ex. SICAR) mostra que este aspecto é determinante. O próprio investimento por SCR em FCR por si geridos é desincentivado, já que quer os

⁷ APCRI, "Regime jurídico e aspectos fiscais da actividade de capital de risco", pág. 8

rendimentos periódicos e o reembolso das unidades de participação, quer a sua alienação onerosa, são sujeitos a tributação à taxa geral de IRC;

- ▶ Existem, por último, algumas incertezas e ineficiências a assinalar no que ao IVA se refere, já que não é absolutamente claro que a isenção constante da alínea h) do n.º 28 do artigo 9º do Código do IVA seja aplicável às comissões de gestão pagas pelos FCR às sociedades gestoras. Por outro lado, atendendo à reduzida capacidade de as SCR recuperarem o IVA suportado, entende-se que, pelo menos, os custos com *due diligence* suportados em relação às aquisições realizadas ou negociadas (mas não concluídas) devem estar isentos de tributação;

6.4. PARTICULARES: “BUSINESS ANGELS” E INVESTIDORES QUALIFICADOS

Entende-se por *business angels* o seguinte: são “indivíduos de alto rendimento, normalmente com experiência empresarial, que investem uma pequena parcela da sua riqueza em pequenas empresas com alto potencial de crescimento. A sua presença é maior nos países em que os mercados de capitais são mais desenvolvidos, como os EUA e o Reino Unido, mas agora também na Alemanha e em França.”⁸

“Os *business angels* são, na sua maior parte, antigos empreendedores que alienaram, na totalidade ou em parte, o seu negócio e que pretendem reinvestir uma parte dos seus capitais em empresas que lhes possam permitir continuar a participar no «jogo» empresarial e obter resultados atractivos no futuro.”⁹

As instituições europeias têm em unísono preconizado o fomento desta fonte de financiamento do capital de risco. Desde logo, porque aumenta o montante disponível para *seed* e *start-ups* (onde o sector financeiro tradicional não está tão disponível), mas também porque traz capacidade de gestão ao projecto empresarial, assim aumentando as probabilidades de sucesso deste.

O fomento deste tipo de investidor faz-se, regra geral, por via jurídica e fiscal. Apesar de vários países terem dado passos neste sentido, a referência europeia mantém-se o Reino Unido. É importante realçar que Portugal não dispõe de nenhum estatuto especial para este tipo de investidor, embora o sector venha apontando há vários anos para a sua falta¹⁰. Por outro lado, existe apenas uma associação de *business angels* em Portugal; existiam 277 na UE em 2004, das quais 101 no Reino Unido¹¹. O número de membros era de 18 em Portugal e de 82 em média por associação no Reino Unido, mas baixava para 26 em Espanha. Quanto ao número de operações realizadas, em Portugal registou-se apenas uma durante 2004, face às 7 de Espanha e às 84 do Reino Unido.

⁸ Centro de Gestão e Estudos Tecnológicos (2003), “Capital de risco no Brasil”.

⁹ Francisco Banha

¹⁰ Mário Pinto (2003, *idem*).

¹¹ European Business Angel Network (2004), *Statistics Compendium*.

Tabela 6.4 – Comparação de redes de *business angels*.

	Redes de <i>business angels</i>	Membros por rede	Projectos apresentados	Operações realizadas	Taxa de realização
Portugal	1	18	4	1	25%
Espanha	11	26	203	7	3%
França	40	20	500	28	6%
Reino Unido	101	82	1413	84	6%

Fonte: EBAN (Junho 2004)

Segundo um estudo da Comissão Europeia¹², a componente fiscal é o factor decisivo no investimento do *business angel*, nomeadamente na *localização* desse investimento. Por esta razão, os Estados competem entre si nesta matéria a nível mundial e, em particular, na Europa.

Boas Práticas: o caso do "Enterprise Investment Scheme (RU)

Um accionista particular que não detenha mais de 30% de uma empresa terá um crédito de imposto correspondente a 20% do seu investimento. O valor mínimo desta participação é de GBP 500 (722 euros) e o máximo de GBP 200 000 (289 000 euros) por ano.

- A partir do 3º ano de detenção das participações, o crédito de imposto torna-se definitivo e não pode mais ser recuperado pelo Estado.
- Isenção de imposto sobre as mais-valias na venda de acções após três anos de investimento.
- Em caso de realização de menos-valias, possibilidade de as descontar no rendimento declarado em IRS.
- Isenção de imposto sucessório após dois anos de investimento.

Baseando-se no caso inglês e adaptando-o à realidade portuguesa (em termos de rendimento dos particulares), o estudo mencionado anteriormente propõe o seguinte: a) Potencial beneficiário: pessoas singulares com rendimento colectável igual ou superior a EUR 100 000; b) Valor anual máximo do investimento a realizar: EUR 150 000, podendo metade ser por via de empréstimo; c) Incentivo: dedução à colecta do IRS, em 20% do valor do investimento; d) Sectores relevantes: todos, com excepção da banca e seguros, imobiliário, comércio. Pretende-se assim beneficiar os sectores mais tecnológicos; e) Estabilidade do investimento, num mínimo de 3 anos.

Boas práticas: o caso da SUIP (França)

A 1 de Janeiro de 2004 foi criado, em França, um estatuto especial para *business angels*, permitindo que estes constituam "sociedades unipessoais de investimento providencial" (*société unipersonnelle d'investissement providentiel* ou SUIP). As vantagens são essencialmente fiscais: as SUIPs estão isentas de IRC até 10 anos depois da sua criação. Simultaneamente, o único accionista está isento de IRS na proporção das mais-valias realizadas pela SUIP. Esta solução apresenta a vantagem de poder ser mais facilmente controlada pela administração fiscal. Por outro lado, os particulares que invistam em empresas não cotadas podem reduzir a base tributável de IRS em até 25% do montante investido e até um máximo de 20 000 euros (ou 40 000 euros por casal), desde que o investimento seja feito pelo menos por 5 anos. Caso seja feito o desinvestimento antes deste prazo, o benefício fiscal deve ser devolvido.

¹² Comissão Europeia (2002), "Benchmarking business angels"

A escolha entre o modelo inglês e o modelo francês deve ter em conta o perfil do investidor que se pretende atrair. Enquanto que o modelo inglês é benéfico para qualquer investidor no curto prazo, inclusivamente para os investidores de baixos rendimentos, o modelo francês apenas se torna atraente a médio e longo prazo, para investidores de rendimentos consideráveis.

No entanto, deve sublinhar-se que o modelo francês tem a virtude de atrair investidores estrangeiros, que poderão localizar o seu veículo de investimento em capital de risco (em empresas portuguesas e noutras empresas comunitárias) em Portugal. Em comparação, o modelo inglês não parece ter as características necessárias para atrair investidores estrangeiros. Assim, é possível uma combinação entre os dois regimes. O regime de base seria o regime de modelo francês, com a possibilidade de introduzir uma dedução à colecta, não cumulável, para investimentos directos em empresas uniformemente definidas como pequenas e médias empresas em fases iniciais de actividade.

A noção de “investidor qualificado” é crucial para este tipo de investimento de longo prazo, pouco líquido e eventualmente menos transparente. Pretende-se que tenham acesso aos fundos de capital de risco investidores particulares e institucionais que compreendam os riscos associados. A aplicação desta noção em Portugal tem sido apontada como restritiva pelo sector. A APCRI¹³, concretamente, recomenda o alargamento do núcleo de investidores qualificados já considerado na lei:

“A APCRI entende como muito favorável o alargamento do elenco dos investidores qualificados introduzido pelo Decreto-Lei nº 151/2004, de 29 de Junho, mas entende, no entanto, que deverá sugerir ainda a inclusão dos titulares dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades gestoras de FCR, bem como a equipa de gestão, incluindo o seu corpo técnico, assim como investidores individuais de elevado património.”

Esta prática existe na maioria das jurisdições europeias. A título de exemplo, as autoridades de supervisão irlandesas (IFSRA), através na normativa NU 24 (“Notion of Qualifying Investor”), definem um investidor qualificado como aquele que investe pelos menos 250 000 euros. A normativa NU 23 permite ainda baixar esse montante para 125 000 euros. Por outro lado, isenta deste montante mínimo e permite o investimento pela direcção de uma sociedade gestora, bem como os seus colaboradores que estejam envolvidos nas actividades de investimento.

Parece-nos ser referência útil e competitiva a nível europeu o caso do Luxemburgo, no qual o investimento em capital de risco é permitido aos investidores “informados”. Os investidores informados são os investidores institucionais, os investidores profissionais, e todos os investidores que declarem por escrito a sua adesão ao estatuto de “investidor informado” e (A) invistam mais de 125.000 euros no veículo de capital de risco ou (B) obtenham uma recomendação emitida por um profissional do sector financeiro que confirme que o investidor tem conhecimentos suficientes para avaliar os riscos decorrentes do investimento em capital de risco.

¹³ APCRI, “Regime jurídico e aspectos fiscais da actividade de capital de risco”, pág. 4.

6.5. EMPRESAS INOVADORAS

As *stock options* são um instrumento de remuneração que premeia os gestores e outros colaboradores tendo por base o valor criado, sendo utilizado pelas empresas para procurar fixar os seus melhores recursos humanos e para incentivar a que estes contribuam com todo o seu conhecimento para o sucesso da empresa. No caso das *start-ups*, as *stock options* são também um meio de compensar os colaboradores pelos menores salários que por vezes recebem na fase inicial da empresa (durante a qual não há por vezes sequer receitas ou volume de negócios). As *stock options* são, para além disto, um instrumento incentivador do aumento da produtividade em que o risco (e a eventual recompensa) são partilhados com os colaboradores. São também especialmente importantes como elemento de retenção de recursos humanos qualificados em qualquer empresa. Note-se que, contrariamente ao que sucede em Portugal (em que são raras as PME's que as utilizam), 70% das empresas *seed* e *start-up* usam *stock options* para atrair quadros (contra 54% na fase de "expansão"), segundo a EVCA, num estudo acima mencionado.

Também a EVCA, num estudo comparado entre 21 países europeus, aponta a tributação de *stock options* em Portugal como um factor desfavorável ao desenvolvimento do empreendedorismo. De facto, a tributação é desencorajadora: por um lado, existem dúvidas sobre a inclusão das *stock options* na base de incidência das contribuições para a Segurança Social, inclusão essa que resultaria num ónus adicional para o trabalhador e para a empresa de 11% e 23,75%, respectivamente; por outro, o trabalhador é tributado duplamente, no momento em que as *stock options* são exercidas e no momento da sua posterior alienação, caso obtenha uma mais-valia não abrangida pela isenção aplicável a acções detidas por mais de 12 meses. A respeito desta última característica do regime fiscal, existe assim o risco acrescido de ser exigido ao trabalhador o pagamento de um imposto sobre o valor de acções que poderão ter sofrido uma desvalorização após o exercício da opção, gerando menos-valias insusceptíveis de compensação com os rendimentos do trabalho dependente. Para além de tudo isto, não faz sentido a comparação desfavorável (em termos de taxa de segurança social imposta) com o "bónus" atribuído ao colaborador no final do ano, já que este último não integra a base de incidência das contribuições para a Segurança Social. Por último, cabe referir que a tributação das *stock options* no momento do seu exercício configura uma carga fiscal para o contribuinte sem que tenha existido um correspondente acréscimo de liquidez. Consequentemente, o contribuinte pode ver-se obrigado a vender as acções adquiridas, em condições menos que óptimas, para obter a liquidez necessária para pagar o imposto, sendo certo que esta ineficiência é agravada quando a entidade empregadora seja uma pequena ou média empresa, cujas acções não sejam facilmente transaccionáveis.

Regra geral, as *stock options* são atribuídas num ano 0 e exercíveis (ou vendáveis) entre o ano 0 e n (ou no final do ano n), pelo que se trata de uma atribuição de acções de uma empresa com a possibilidade de venda diferida por vários anos. Convém notar que as *stock options* não são capital garantido: a cotação da sociedade pode nunca chegar ao valor mínimo fixado para o exercício de opção.

A falta de opções relativas às estratégias de saída do capital de risco (seja pela via da oferta pública, seja pelo recurso a colocações privadas), é um dos principais entraves ao investimento privado no sector. Por esta razão, é essencial reforçar-se as condições de liquidez, ao nível do mercado de capitais, nomeadamente através de plataformas ajustadas às características das PME's. As vantagens de uma plataforma vocacionada para estas empresas, à semelhança do que já hoje acontece no mercado francês (Alternext, desenvolvida recentemente pela Euronext Paris) e no Reino Unido (Alternative Investment Market, desenvolvida pelo London Stock Exchange) consistem, fundamentalmente, em facilitar o acesso a um universo de investidores especializados e em minimizar as exigências em termos de requisitos de admissão e manutenção no mercado, assegurando em simultâneo um nível adequado de transparência para os investidores. A OPEX, plataforma existente em Portugal vocacionada para o segmento das PME's, poderia equacionar uma associação às principais plataformas internacionais, de modo a fazer beneficiar os seus

participantes dos efeitos de escala (principalmente no marketing, nas forças de vendas, nos sistemas electrónicos e no número de investidores alcançados) que daí adviriam.

6.6. O PAPEL DO ESTADO

O papel do Estado em matéria de capital de risco foi idealizado com uma lógica de preenchimento de lacunas de mercado, ou seja nas fases iniciais (“seed capital”, “start-up” e “early stage”) do desenvolvimento das empresas. No entanto, a deriva negativa deste papel tem sido indicada pelo sector em quase-unanimidade. As críticas a esta actuação apontam para várias falhas graves, nomeadamente a multiplicidade de operadores públicos, a conseqüente falta de dimensão para apoiar operações estratégicas, a falta de diferenciação de missão entre eles, o conflito de interesses entre a função de investidor e de gestor, o “crowding out” do sector privado e as conseqüências nefastas para as empresas financiadas, ao evitar que estas se insiram num ambiente concorrencial (*pricing* da operação e critérios de avaliação mais exigentes no sector privado), a falta de critérios rigorosos na avaliação pré-investimento: investimento público em capital de risco visto como “financiamento de socorro”, a falta de critérios rigorosos de gestão e avaliação da rentabilidade das carteiras ou demais objectivos sociais, ou seja falta de transparência e responsabilização pelos resultados (“accountability”) e finalmente a falta de participação activa e frutuosa do Estado-accionista (Estado-parceiro) nas PME's participadas. Muitas destas falhas são aliás apontadas pelo documento elaborado pelo grupo Wim Kok em Novembro de 2004¹⁴ à escala da União Europeia, sendo essas maiores devido à dimensão do sector em Portugal. Segundo o documento referido, “os mercados de acções e fundos continuam fragmentados e abaixo do seu nível crítico. Como conseqüência disto, o risco incorrido por fundos e investidores privados é desnecessariamente elevado na medida em que as estratégias de saída se encontram bloqueadas. Deste modo, são realizados ainda menos investimentos e a Europa perde assim várias oportunidades.” Também o *IMD World Competitiveness Yearbook 2005*, que classifica por ordem decrescente de competitividade 60 países e regiões, aponta entre os principais pontos fracos da competitividade de Portugal a falta de consistência na direcção das políticas governamentais, (56º lugar entre 60), a falta de independência da administração pública face à interferência política (52º), a falta de transparência das políticas governamentais (52º) e a falta de implementação eficiente das decisões governamentais (53º).

Várias instituições nacionais vêm, ao longo dos anos mais recentes, apontado as falhas acima descritas, assim como soluções (que veremos mais à frente). Entre as mais veementes encontram-se a APCRI¹⁵, o Banco de Investimento Global (BIG)¹⁶ e uma *task force*¹⁷ constituída por duas vezes (em 2002 e 2003) a pedido do Ministério da Economia de então.

Também recentemente, o “Estudo de avaliação do potencial empreendedor em Portugal”, realizado em 2004 pelo Nova Fórum e Sociedade Portuguesa de Inovação (SPI) aponta para o facto de os especialistas portugueses considerarem que “o apoio financeiro em Portugal é insuficiente (...). No entanto, os subsídios governamentais foram considerados como suficientes, apesar de estes considerarem que foram empregues de modo ineficiente.”

¹⁴ Comissão Europeia (2004), “Facing the challenge. The Lisbon strategy for growth and employment”.

¹⁵ Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento (APCRI): “O Estado e o Capital de Risco” e “Regime Jurídico e Aspectos Fiscais da Actividade de Capital de Risco”, apresentados sucessivamente aos Secretários de Estado M^o do Rosário Ventura (Indústria, Comércio e Serviços), Graça Proença de Carvalho (idem, em 2004) e António Castro Guerra (Indústria e Inovação, em Junho 2005).

¹⁶ Banco de Investimento Global, “Estado e Capital de Risco – Breve Reflexão” (Julho de 2005).

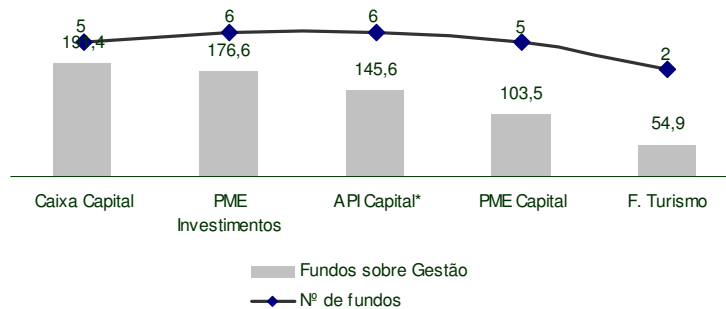
¹⁷ Mário Pinto: “Notas sobre o capital de risco: Da necessidade de ter capitais significativos para operações estruturantes” (5 de Outubro de 2003). “O Capital de Risco e os *Business Angels*” (17 de Setembro de 2003). “Processos de capitalização e reestruturação de empresas e grupos empresariais: o capital de risco” (9 de Setembro de 2002).

Baseando-nos nas referidas análises do sector bem como nas boas práticas mundiais, as recomendações deste Plano quanto ao papel do Estado no capital de risco vão no sentido de o racionalizar e tornar mais eficiente através da redução das fontes públicas de capital de risco e do número de fundos, profissionalizando e aumentando a transparência igualmente da gestão destes.

Conforme descrito acima, a multiplicidade de operadores é nociva em vários aspectos. Em primeiro lugar, retira a possibilidade de apoiar operações de maior envergadura. Em média, os financiamentos são de um montante de 1 milhão de euros em todo o sector nacional do capital de risco. Se esta dimensão pode ser suficiente nas fases *seed* e *early stage*, já não o são certamente em fase de "expansão". Aliás, esta constatação tem levado já alguns operadores públicos a entrarem em sindicato em algumas operações, com todos os custos (temporais, organizativos) que tal implica. A questão da concentração é igualmente relevante no que respeita a rendibilidades. Apesar de não haver, actualmente, publicação da média da rendibilidade do sector do capital de risco em Portugal, estamos certamente aquém dos valores dos EUA e da Europa. Nos primeiros, a rendibilidade histórica e anualizada do sector foi em 2004 de 16% para o *venture capital* e 14% para todo o *private equity*. Na Europa, foi respectivamente 6% e 9,5%. Se tivermos em consideração o primeiro quartil, os valores sobem consideravelmente para 19% no *venture capital* e 23% em *private equity*.

Por outro lado, tem-se verificado que as missões destes operadores são semelhantes, o que gera confusão nas empresas que procuram financiamento. Esta situação pode mesmo levar à arbitragem de candidaturas (por exemplo, a escolha pela empresa do organismo que oferece melhores condições) e a múltiplas tentativas de aprovação do investimento (isto é, tentando sucessivamente de operador em operador público), o que é nitidamente pouco eficiente para ambos (empresa e Estado).

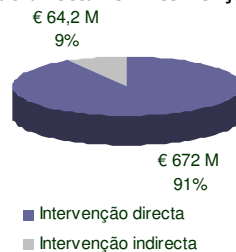
Figura 6.4 – Operadores públicos de capital de risco



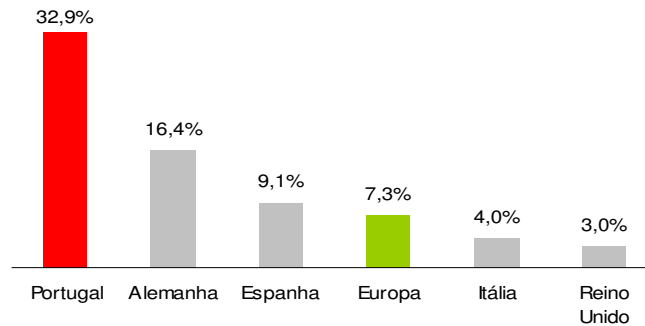
Fonte: APCRI

O Estado gere actualmente de forma directa cerca de 91% dos investimentos totais em capital de risco (ver Figura 6.5). Em termos de fundos angariados em 2004, o Estado português representou cerca de 33%, contra valores médios na UE de 7,3%. Segundo dados da APCRI, no primeiro semestre de 2005 o peso do Estado elevou-se a 52% do total, confirmando a predominância histórica no sector do capital de risco.

Figura 6.5 – Intervenção directa vs. Intervenção indirecta do Estado



Fonte: APCRI (2004)

Figura 6.6 – Peso do Estado nos fundos de capital de risco angariados (2004)

Fonte: Banco de Investimento Global

A maior eficiência da gestão por especialistas, regra geral privados, é ponto assente a nível internacional. Os argumentos a seu favor são vários: maior dimensão e especialização de recursos humanos, maiores recursos financeiros disponíveis e estimulação da obtenção de melhores resultados por via da concorrência.

Assim, o Estado deve definir com as entidades a quem delega a gestão dos seus fundos o seguinte: 1) Política de investimentos: universo de empresas, fases de desenvolvimento; 2) Objectivos de gestão quantitativos (rendibilidade) e qualitativos (socioeconómicos); 3) Índice de referência para avaliar a rentabilidade da carteira de investimentos; 4) Política de remuneração, incluindo um elemento fixo (*management fee*) e outro variável (*performance fee*); 5) Frequência das avaliações de gestão; 6) Elementos a conter no relatório de gestão e frequência do mesmo; 7) Duração do mandato de gestão (em geral 5 a 7 anos, dado o período de necessário desenvolvimento das empresas); e 8) Inclusão de cláusula de rompimento do contrato por justa causa.

De modo a estimular o cumprimento dos objectivos, é essencial que sejam feitas avaliações periódicas extensas (trimestrais, anuais) em conjunto com o gestor. No fim do mandato, a avaliação a ser feita pelo investidor público deverá comportar uma análise da concorrência do gestor (*peer group comparison*). Essa determinará se deve prorrogar ou não o mandato com o gestor em questão.

O Fundo Europeu de Investimento é a instituição com a qual se articulará a reorganização aqui proposta, tendo em conta as credenciais que detém no apoio à inovação e financiamento das PMEs na UE, bem como o vasto conhecimento das boas práticas mundiais nesta matéria.

Boas Práticas: o caso da Quester (Reino Unido)

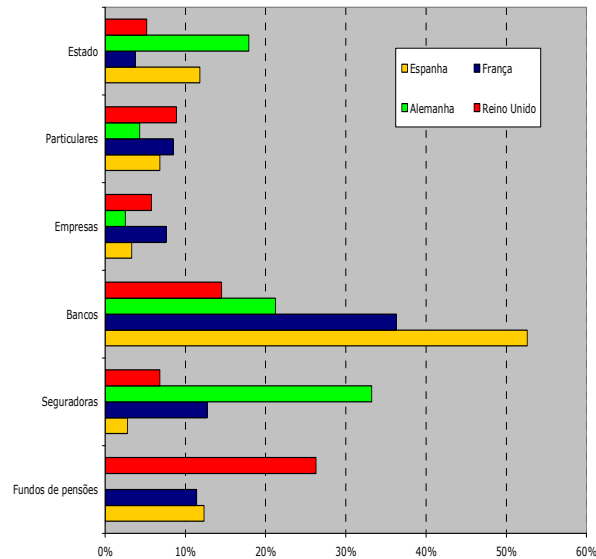
A Quester é uma sociedade britânica de capital de risco inteiramente privada especializada na gestão de fundos tecnológicos. A selecção de investimentos é feita através de um contacto próximo com as universidades (e os seus *spin-outs*) e outras empresas.

A Quester angaria capital junto de vários tipos de investidores: particulares de elevado rendimento, instituições públicas britânicas (locais e nacionais, mas também nove universidades) e internacionais como o Fundo Europeu de Investimento. Estes dois últimos tipos de investidores (ambos públicos) estabelecem uma relação contratual com a Quester, que sob mandato gere uma carteira de investimentos *early-stage* nas áreas pré-definidas, em particular tecnológicas. Para além do financiamento trazido às empresas nascentes, a Quester contribui para o sucesso destas através da experiência acumulada em empresas semelhantes e através de uma relação estreita com o mercado financeiro londrino (interessante na fase de preparação do IPO).

Os fundos de pensões e outros investidores institucionais de longo prazo (seguradoras, fundações) podem desempenhar um papel vital na criação e desenvolvimento de empresas inovadoras. Nos EUA e Reino Unido, foram essenciais ao desenvolvimento do capital de risco e constituem uma das principais fontes de financiamento.

No Reino Unido, os fundos de pensões angariaram cerca de 26% do total em 2004, contra apenas 5% do Estado e 14% da banca (ver Figura 6.7). Ao investirem uma pequena percentagem dos seus activos em fundos de capital de risco, o estímulo às referidas empresas pode ser significativo, libertando capitais públicos. Relembre-se que Portugal tem um peso anormalmente alto de financiamento público em capital de risco quando comparado com os demais países europeus (ver Figuras 6.5 e 6.6), ou seja, cerca de 33% em Portugal contra 7% em média na Europa, e 9% em Espanha.

Figura 6.7 – Principais fontes de financiamento em private equity (2004)

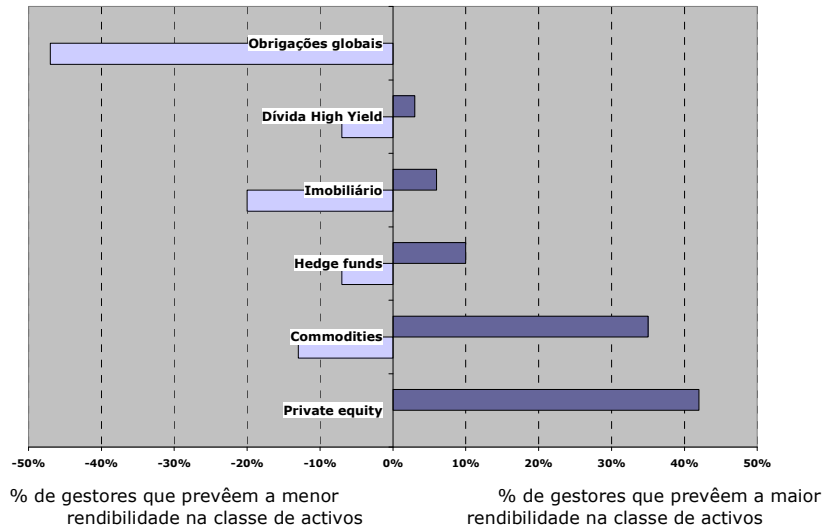


Fonte: EVCA

Por outro lado, a vantagem financeira de investir em fundos de capital de risco é bem entendida na Europa. Segundo um estudo da Mercer IC¹⁸, 42% dos gestores de activos europeus prevêem que no período 2005-2009, a classe *private equity* seja a que maior rentabilidade conseguirá entre todos os investimentos alternativos (*hedge funds*, *commodities*, imobiliário...). Nenhum prevê que seja a classe de activos com menor rentabilidade (ver Figura 6.8):

¹⁸ Mercer Investment Consulting (2005), "2005 Fearless Forecast".

Figura 6.8 – Previsão das maiores e menores rendibilidades até 2009.



Fonte: Mercer Investment Consulting.

Em 2004, o montante total dos fundos de pensões em Portugal era de EUR 14,7 mil milhões. Deste, entre 3 e 4% foi investido em “investimentos alternativos”, principal e quase exclusivamente fundos de *hedge funds*. A percentagem actual máxima definida pela Norma Regulamentar 21/2002 do Instituto de Seguros de Portugal para a carteira de investimentos de fundos de pensões e seguradoras é de 5% (contra 30% em Espanha). Se os fundos de pensões investissem unicamente 1% das suas carteiras em fundos de capital de risco, o montante angariado seria de cerca de 150 milhões de euros¹⁹. Se investissem 2%, seriam quase 300 milhões de euros. Tendo em conta que o Estado tem cerca de 670 milhões de euros investidos no sector, poderia libertar gradualmente cerca de 44% deste montante, admitindo que os fundos seleccionados investiriam em empresas portuguesas.

Esta simulação exclui seguradoras, fundações e outros eventuais investidores de longo prazo. Se estas também investissem 1% das suas carteiras em fundos de *private equity*, o montante seria obviamente muito mais significativo.

O papel do Estado deve ser, neste sentido, promotor do investimento em fundos de capital de risco pelos fundos de pensões e seguradoras. Não sendo eficiente impor o investimento por regra, seria oportuno que desse o exemplo ao incluí-lo nas suas próprias carteiras. É essencial, no entanto, que seja feito um processo de selecção de fundos rigoroso e objectivo, para que não sejam postos em causa os objectivos de rendibilidade.

6.7. A GARANTIA MÚTUA E AS PME

A dificuldade de acesso ao financiamento por parte das PME, em especial nas fases iniciais do seu ciclo de vida, onde a inexistência de colateral dificulta o crédito bancário, e das empresas de muito pequena dimensão, em que os custos de transacção e a assimetria de informação tornam o mesmo acesso difícil e, mesmo quando existente, demasiado caro quando comparado com empresas de maior dimensão ou a operar em mercados mais eficientes, tem sido um dos temas mais recorrentemente referidos pelas mais diversas autoridades nesta matéria.

¹⁹ Adicionalmente, e a título de exemplo, o fundo de estabilização financeira da segurança social (FEFSS) representa cerca de EUR 8 mil milhões. 1% da sua carteira alocado a fundos de *private equity* representaria cerca de EUR 80 milhões.

Perante esta situação, as potencialidades da garantia mútua têm vindo a ser enfatizadas à medida que este mecanismo ganha expressão à escala europeia. A experiência da Associação Europeia de Garantia Mútua (AECM) demonstra a importância deste mecanismo de facilitação no acesso das PME ao financiamento, assim como a outros tipos de garantias, ao mesmo tempo que prova a forte alavancagem dos apoios públicos, normalmente ao nível da contragarantia, destinados a suportar estes mecanismos.

No final de 2003, os 29 esquemas de garantia activos em 15 países da União Europeia ou candidatos à adesão, membros da AECM, detinham fundos próprios de cerca de 3,8 mil milhões de euros, que por sua vez suportavam mais de 38 mil milhões de euros de garantias vivas, aplicadas na garantia de financiamentos a mais de 2 milhões de PME europeias, muitas das quais nas fases iniciais do seu ciclo de vida.

A Comissão Europeia, através do *Multiannual Programme for SMEs* (MAP), gerido pelo Fundo Europeu de Investimento (FEI), tem desempenhado um papel relevante no apoio, através do estabelecimento de contratos de contragarantia ou co-garantias, aos sistemas de garantia existentes nos diversos países, entre os quais Portugal.

No caso português, a garantia às PME é assegurada pelas Sociedades de Garantia Mútua (SGM), maioritariamente privadas, por sua vez contragarantidas (resseguro) por um fundo público até determinada percentagem do risco das suas operações. Trata-se do Fundo de Contragarantia Mútuo (FCGM), gerido pela SPGM, fundo que, por sua vez, recebe uma cobertura de terceiro grau do FEI em determinadas operações.

Tendo em vista corresponder às necessidades de financiamento de iniciativas empresariais reconhecidas como economicamente sustentáveis e que revelem potencial de desenvolvimento, importa alargar a base de acesso ao capital alheio, proporcionando a empresas de pequena dimensão recursos essenciais ao desenvolvimento da sua actividade nas fases iniciais do seu ciclo de vida, em condições favoráveis.

De modo a intervir com eficácia num universo alargado de negócios de pequena dimensão em fases críticas de desenvolvimento e assim assegurar uma afectação mais eficiente dos recursos financeiros disponibilizados, afigura-se necessário induzir um contexto favorável ao sucesso das iniciativas, havendo que 1) privilegiar a inserção dos projectos em redes estabelecidas da sociedade civil vocacionadas para suportar o empreendedorismo e cuja actividade permita assegurar funções de escrutínio e acompanhamento dos projectos; e 2) colocar à disposição das empresas, em simultâneo e de forma articulada, mecanismos de apoio e estímulo financeiro e não financeiro.

O alargamento do enfoque de intervenção do Sistema de Garantia Mútua, inerente ao seu próprio processo de consolidação e capitalização, deverá, como inicialmente referido, corresponder às seguintes vertentes: 1) projectos de forte conteúdo de inovação; 2) negócios emergentes de pequena escala e elevado potencial de crescimento; e 3) iniciativas empresariais de interesse regional.

Sistemas semelhantes têm sido desenvolvidos em vários países, como nos casos abaixo descritos.

O Sistema de Garantia Austríaco (AWS) dispõe de produtos específicos para garantia a operações (quer de crédito quer de angariação de capital por parte de investidores privados) destinadas a suportar *start-ups* de jovens empreendedores, assim como o chamado programa para a inovação (*Unternehmensdynamik*). Este último visa apoiar projectos que tenham como principais factores diferenciadores produtos ou serviços inovadores, novas tecnologias (tecnologias de informação e comunicação, e-business), cooperação, *clustering* e *networking* e oferta de base regional com conceitos inovadores.

O AWS garante 80% do capital dos empréstimos para investimento (limite de EUR 1,25 milhões por empresa/operação) ou 50% do capital dos empréstimos para capital circulante (limite de EUR

1,5 milhões de euros por empresa/operação). Os prazos variam entre 5 e 20 anos. A garantia do AWS é coberta directamente em 100% pelo Estado austríaco (o efeito equivalente ao que teria uma contragarantia integral do FCGM às garantias das SGM no caso português). O esquema beneficia também de uma cobertura parcial do FEI. Em 2002, a AWS efectuou 417 operações no valor de 184,9 milhões de euros.

Em França, a SOFARIS gere um fundo de garantia específico dedicado a empresas na fase *early stage*. A garantia prestada cobre 70% do crédito em vez dos habituais 40% que esta entidade concede para as operações de financiamento ao desenvolvimento de empresas existentes. Em 2003, a SOFARIS detinha cerca de EUR 1,3 mil milhões de garantias a cobrir cerca de 2 mil milhões de euros de créditos. A SOFARIS gere ainda o fundo "Biotechnology", uma combinação de um empréstimo e uma garantia para capital de risco. Para além disto, a sociedade estabeleceu acordos com várias sociedades de capital de risco, prestando-lhes garantia de 50% até 10 anos (70% para empresas com menos de 3 anos de existência). Note-se que existe uma partilha de riscos e retorno, bem como um limite às perdas máximas a cobrir pela SOFARIS (*cap rate*).

Os Bancos de Garantia Mútua alemães (*Bürgschaftsbanken*) lançaram o sistema "Bürgschaft ohne Bank". Neste caso, o empresário contacta a sociedade de garantia mútua, que analisa o seu dossier com o apoio de analistas de empresas, ao abrigo dos acordos com as associações empresariais e câmaras de comércio. As operações aprovadas vêem ser-lhes emitida uma garantia que, depois, é apresentada à banca com vista a obter financiamento. Alguns dos bancos de garantia prestam também serviços de assessoria e formação. A rede de bancos de garantia alemães detém cerca de 42% de *start-ups* na sua carteira total, que no final de 2003 era de cerca de 5,04 mil milhões de euros.