

MESTRADO
GESTÃO E ESTRATÉGIA INDUSTRIAL

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**CAPITAL DE RISCO: ANÁLISE EMPÍRICA DOS FATORES
CONDICIONANTES DO FINANCIAMENTO DE PME EM PORTUGAL**

JOÃO TIAGO DE CARVALHO PEREIRA

OUTUBRO 2019



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO
GESTÃO E ESTRATÉGIA INDUSTRIAL

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**CAPITAL DE RISCO: ANÁLISE EMPÍRICA DOS FATORES
CONDICIONANTES DO FINANCIAMENTO DE PME EM PORTUGAL**

JOÃO TIAGO DE CARVALHO PEREIRA

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR JAIME SERRÃO ANDREZ

OUTUBRO 2019

RESUMO

A recente crise financeira global veio agravar substancialmente aquele que permanece como um dos principais desafios que se colocam às Pequenas e Médias Empresas: o acesso ao financiamento, visando garantir a implementação das suas estratégias de crescimento.

Não obstante do crédito bancário tender a manter-se como o instrumento financeiro preferencial para as PME em determinados países, não será menos verdade que a perspetiva económico-financeira mundial apela a uma crescente adoção de instrumentos financeiros designados alternativos, nomeadamente instrumentos de capital. É neste contexto que o Capital de Risco ganha particular relevância, considerando o largo espectro de vantagens associadas a esse instrumento, designadamente a captação de *know-how* e experiência exterior, o acesso às redes de contactos e a possibilidade do efeito de *networking*, assim como a partilha de risco com os investidores.

O presente Trabalho Final de Mestrado pretendeu identificar os fatores de enquadramento institucional, mas também os fatores intrínsecos à realidade das PME, que tendem a restringir o desenvolvimento do setor do Capital de Risco em Portugal. A prossecução do objetivo deste Trabalho materializou-se na realização de um estudo empírico onde foram inquiridas dez entidades relevantes no contexto da oferta de financiamento, quer do lado dos agentes públicos, quer do lado dos operadores privados.

Como principais resultados da análise empírica realizada, destaca-se, na perspetiva do investidor de Capital de Risco, o fator cultural e o desenvolvimento do mercado financeiro como aspetos que parecem restringir relevantemente o crescimento desta atividade em Portugal. Por outro lado, na ótica das PME, foi recolhida evidência empírica suficiente para aferirmos quanto à importância de aspetos como a manifesta insuficiência dos seus capitais próprios, o seu elevado receio de perda de controlo das empresas, assim como também a existência de poucas competências no domínio financeiro e de muito desconhecimento sobre a indústria do Capital de Risco.

Palavras-chave: Capital de Risco, Financiamento, Instrumentos Financeiros, Pequenas e Médias Empresas, Empreendedorismo, Política Pública.

ABSTRACT

The recent financial global crisis has substantially worsened the factor that remains as one of the main challenges faced by the Small and Medium-sized Enterprises: the access to finance, to ensure the implementation of their growth strategies.

Even though bank credit seems to remain the preferential financing instrument for SMEs in some countries, the global financial-economic scenario calls for a growing adoption for alternative financing instruments, such as equity instruments. In this context, venture capital is particularly relevant, considering the broad spectrum of advantages associated with this instrument, such as the capture of external know-how and experience, the access to investor's networks, but also the risk-sharing with those investors.

This Master's Thesis intended to identify what are the factors regarding the institutional framework and also the intrinsic aspects related to the reality of SMEs, which tend to restrict the development of the venture capital industry in Portugal. The pursuit of the objective of this Thesis materialized in the realization of an empirical study in which ten relevant institutions were surveyed considering the perspective of the financing supply, both from public and private operators.

As the main results of this empirical analysis, we can highlight, from the venture capital investor's perspective, the cultural factor and the financial market development are indeed aspects that seem to influence significantly the growth of this activity in Portugal. On the other hand, from the SME's point of view, it was collected sufficient empirical evidence to conclude about the relevance of factors such as their insufficient equity capitals, their high fear of losing control over their companies, their lack of skills about finance and also a high degree of ignorance regarding the venture capital industry.

Key-words: Venture Capital, Private Equity, Financing, Financing Instruments, Small and Medium-sized Enterprises, Entrepreneurship, Public Policy.

AGRADECIMENTOS

A minha primeira palavra, infinitamente justa, é dedicada à minha namorada, Ana, por todas as razões. Pelo amor, pela amizade, pelo companheirismo, pelos momentos de sorriso e de lágrima, pela motivação permanente, sobretudo nestes últimos meses em que a mera possibilidade de concluir este Trabalho começou a ganhar alguma forma e cor.

A minha segunda palavra de gratidão é dirigida aos meus Pais, em especial à minha Mãe. Pelo seu apoio incondicional na minha vida, pelo seu dar sem impor receber.

À minha Avó, endereço uma palavra de tranquilidade pois estou certo da satisfação e do sossego que o final desta minha jornada lhe trará.

Aos meus Irmãos, que hoje tão bem me mostram que também eles compreendem a importância de não desistirmos, deixo aqui escrita uma palavra de incentivo para procurarem ir sempre mais além.

Aos meus Tios e Primos, “obrigado” por não terem faltado nos instantes que realmente contam. Não tenho uma família grande, mas tenho a sorte de ter uma grande Família.

Agradecer é, para mim, também – e sobretudo – não esquecer os meus Amigos de sempre. Aqueles que, não raras vezes durante os meus tempos de Faculdade, ao invés de me esquecerem nos instantes em que nem sempre pude estar presente (porque havia sempre mais uma noite para estudar para um exame final, mais um trabalho que tinha mesmo que ser terminado...), tudo fizeram, genuinamente, para que eu sentisse a força necessária para continuar o meu caminho. Obrigado Zeca, Inês, Andreia, Diogo, Bea.

Da Universidade de Lisboa – primeiro no IST, segundo no ISEG – levo pessoas que certamente não esquecerei. Não é possível esquecermos aqueles que fizeram parte das memórias de uma das mais belas etapas da nossa vida. A todos estes meus amigos, de Lisboa ao Norte, do Alentejo às nossas lindas ilhas, obrigado!

Ao Professor Jaime Andrez, muito agradeço a gentileza com que encarou este desafio de me orientar neste Trabalho Final de Mestrado. A experiência foi fundamental, os conselhos foram preciosos, mas é a sua ímpar simpatia que irei guardar na memória.

Finalmente, não posso deixar de agradecer o contributo de todas as pessoas que aceitaram o repto de participar no meu estudo empírico, concedendo-me a oportunidade de conhecer as suas ideias e as suas experiências. Esta investigação saiu indubitavelmente reforçada desse valioso contributo. Obrigado a todos!

ÍNDICE GERAL

CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 2. REVISÃO DE LITERATURA	4
2.1. O papel das PME na estrutura empresarial	4
2.1.1. A evolução do conceito de PME	4
2.1.2. Caracterização das PME e principais particularidades	6
2.2. Políticas Públicas de apoio ao desenvolvimento empresarial.....	8
2.2.1. Tipologias de Políticas Públicas	8
2.2.2. Política Pública de apoio às PME.....	8
2.3. Instrumentos financeiros.....	12
2.4. O Capital de Risco como instrumento de financiamento para as PME.....	12
2.4.1. Enquadramento	12
2.4.2. Operadores de Capital de Risco.....	14
2.4.3. A utilização do Capital de Risco em Portugal vs Europa.....	15
2.4.4. Fatores condicionantes do Capital de Risco no financiamento de PME	16
CAPÍTULO 3. CAPITAL DE RISCO: ANÁLISE EMPÍRICA DOS FATORES CONDICIONANTES DO FINANCIAMENTO DE PME EM PORTUGAL	19
3.1. Âmbito e natureza da investigação	19
3.2. Hipóteses de investigação.....	19
3.3. Metodologia.....	20
3.3.1. Recolha da informação	21
3.3.2. Tratamento da informação.....	24
3.4. Análise empírica	24
CAPÍTULO 4. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	31
4.1. Conclusões.....	31
4.2. Restrições.....	34
4.3. Recomendações e trabalhos futuros.....	35
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	36

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Classificação das empresas segundo a recomendação da Comissão Europeia de 2003	5
Tabela 2 – Número de empresas, pessoas empregadas e valor acrescentado por dimensão de empresa	6
Tabela 3 - Fatores condicionantes do financiamento das PME através do Capital de Risco	20

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Financiamento das atividades de Capital de Risco em percentagem do PIB em 2018	15
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS

AD&C	- Agência para o Desenvolvimento e Coesão
APCRI	- Associação Portuguesa de Capital de Risco
BA	- Business Angel
CE	- Comissão Europeia
CMVM	- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CR	- Capital de Risco
DPI	- Direitos de Propriedade Intelectual
EUA	- Estados Unidos da América
EVCA	- European Venture Capital Association
FCR	- Fundo de Capital de Risco
FNABA	- Federação Nacional de Associações de Business Angels
I&D	- Investigação e Desenvolvimento
IAPMEI	- Agência para a Competitividade e Inovação
ICR	- Investidor de Capital de Risco
IFD	- Instituição Financeira para o Desenvolvimento
INE	- Instituto Nacional de Estatística
IPO	- Initial Public Offering
IRC	- Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas
OCDE	- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PEDIP	- Programa Específico de Desenvolvimento da Indústria Portuguesa
PIB	- Produto Interno Bruto
PME	- Pequena e Média Empresa
PO	- Programa Operacional
PRIME	- Programa de Incentivos à Modernização da Economia
QREN	- Quadro de Referência Estratégica Nacional
SBA	- Small Business Act
SCR	- Sociedade de Capital de Risco
SGM	- Sociedade de Garantia Mútua
SI	- Sistema de Incentivos
TFM	- Trabalho Final de Mestrado
UE	- União Europeia

Capítulo 1. INTRODUÇÃO

A atual conjuntura económica global coloca crescentes e diversos desafios às empresas no domínio dos seus fatores de competitividade. As tendências de hoje passam por remeter estes fatores para uma aposta crescente na inovação produtiva e organizacional, para a internacionalização e gestão da produção à escala global, para o desenvolvimento da economia digital, para a exploração de potenciais novos mercados, para a promoção da sustentabilidade ambiental na missão corporativa e práticas empresariais, entre outros desafios prementes. As evidências que decorrem da atividade empresarial, mas também, por outro lado, os estudos desenvolvidos na academia, indiciam, no entanto, que só é possível às empresas, em particular às Pequenas e Médias Empresas (PME), acederem a esses fatores de competitividade se estiverem em condições de conceber uma estrutura financeira compatível com esse objetivo.

Segundo a OCDE (2018a), poder-se-á dizer que as referidas necessidades de financiamento das PME variam, em geral, com a fase do ciclo de vida onde se encontram, com as economias das nações onde se localizam e as suas capacidades de sustentar o apoio a essas empresas e, finalmente, com o setor económico onde desenvolvem os seus negócios.

Através do “*Relatório Geral sobre a Atividade da União Europeia*” de 2018¹, a Comissão Europeia releva o papel da “União dos Mercados de Capitais” enquanto uma das principais prioridades do Plano de Investimento anunciado por Jean-Claude Juncker em 2014. Com efeito, tal iniciativa tem visado o reforço do sistema financeiro da UE, promovendo fontes alternativas de financiamento, mas também mais e melhores oportunidades às PME no acesso a esses recursos. Torna-se, assim, evidente que o objetivo da facilitação do acesso ao financiamento por parte das PME é um vetor indiscutível da atual Política Económica Comunitária. Face a fontes de financiamento tradicionais que tendem a exigir crescentes garantias que as empresas não se encontram em condições de satisfazer, em parte pela manifesta insuficiência dos seus capitais próprios, o acesso a fontes alternativas de financiamento como o Capital de Risco (CR) é referido como um dos instrumentos a mobilizar para alcançar tal objetivo estratégico.

¹ Fonte: Comissão Europeia (2019).

No contexto exposto, pretende este Trabalho Final de Mestrado apresentar o Capital de Risco enquanto fonte de financiamento alternativa – em situações específicas – para as PME. Tendo como ponto de partida as dimensões que a literatura refere como relevantes no condicionamento do sucesso do CR enquanto instrumento de financiamento para as PME, o âmbito deste Trabalho centrou-se na realização de um estudo empírico dos fatores que, ao nível do enquadramento institucional ou intrínseco a essas empresas, mais influenciam o desenvolvimento do setor do Capital de Risco, em Portugal.

Para este efeito, optou-se metodologicamente pela realização de entrevistas presenciais a representantes de entidades relevantes neste contexto, do lado da oferta, designadamente Agências Públicas, Gestoras de Fundos, mas também, do lado privado, Sociedades de Capital de Risco/Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e *Business Angels*.

Como principais resultados desta investigação, destaca-se a existência de evidência para acreditarmos que o fator cultural e o desenvolvimento do mercado financeiro são aspetos que restringem as atividades de Capital de Risco em Portugal, na ótica do investidor de CR. Por outro lado, foi também reunida evidência para afirmar que as PME estão geralmente associadas a insuficiência de capitais próprios, a um elevado receio de perderem o controlo da empresa quando há lugar a uma entrada de um investidor externo, mas também, por outro lado, a existência de limitadas competências no domínio financeiro e um desconhecimento generalizado sobre a indústria do CR.

Relativamente à estruturação deste Trabalho Final de Mestrado, começamos neste Capítulo 1 por fazer uma breve introdução à temática na qual se focou esta investigação, procurando enquadrar o tópico em estudo no *state of the art* e referir a sua relevância na Política Pública de apoio às PME, quer no quadro nacional, quer no âmbito comunitário.

O Capítulo 2 apresenta a revisão de literatura que esteve na génese da fundamentação teórica e conceptual deste Trabalho, a qual se poderá enunciar em quatro pontos fundamentais que materializam o fio condutor da investigação:

- “o papel das PME na estrutura empresarial”, seus principais números e características;
- uma breve panorâmica sobre as “Políticas Públicas de apoio ao desenvolvimento empresarial”, procurando-se clarificar quais as principais tipologias de Políticas e de que forma estão vocacionadas para o apoio às PME;

- uma apresentação sucinta das principais tipologias de “instrumentos financeiros” e, por último,
- um ponto inteiramente dedicado ao “Capital de Risco como instrumento de financiamento para as PME”, visando a exposição de um quadro conceptual de análise deste instrumento financeiro, o seu domínio de ação e principais operadores, uma comparação quantitativa entre o desempenho português e europeu nesta matéria, assim como o ponto de partida para o objeto de estudo deste TFM.

O trabalho de investigação prossegue no seu Capítulo 3, definindo-se com clareza o âmbito e a natureza do estudo, a metodologia adotada, assim como a operacionalização da análise empírica que visou detetar evidência das hipóteses de investigação também neste capítulo apresentadas.

Finalmente, o Capítulo 4 encerra este Trabalho com as conclusões do estudo empírico realizado e os seus principais contributos para o entendimento do contexto português do financiamento através do Capital de Risco, referindo-se igualmente as principais restrições identificadas na prossecução desta dissertação e deixando-se, ainda, algumas pistas de reflexão suscetíveis de conhecerem continuidade em futuras investigações a desenvolver.

Capítulo 2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. O papel das PME na estrutura empresarial

2.1.1. A evolução do conceito de PME

Quando nos referimos a PME, estamos, desde logo, a referir-nos a um conceito abrangente. Por esta razão, importará salientar a subjetividade inerente à noção de PME quando comparamos o conceito que predomina nos vários países, onde questões culturais relacionadas com as suas regulamentações legais produzem impactos efetivos que originam pequenas distinções no conceito de PME no mundo, sendo, todavia, consensual e globalmente reconhecida a importância destas empresas na dinâmica económica mundial (Karadag, 2016).

A intuição comum tendeu a associar o conceito de PME a critérios que estão relacionados com a dimensão da empregabilidade dessas empresas, isto é, o número de trabalhadores que integram os seus quadros. É este o caso dos EUA, onde o conceito de PME mais presente se centra neste critério, classificando-se como PME “*uma empresa com menos de 500 funcionários*” (Firoozmand, et al., 2015).

Não obstante do referido indicador surgir, desde as primeiras definições de PME, como um dos critérios que permitem classificar a dimensão de uma empresa, existem critérios de outras ordens que têm emergido ao longo das últimas décadas.

Com o objetivo de uniformizar o conceito de PME, surge uma recomendação da União Europeia, em 1996, como primeira tentativa de classificação para as várias tipologias de empresas. Nesta definição, mantém-se o critério do número de efetivos e incluem-se dois novos critérios baseados em limiares financeiros, nomeadamente o volume de negócios anual e o balanço total anual (Comissão Europeia, 1996).

Deste conceito resulta, mais recentemente, em posterior recomendação da mesma Comissão, que “*a categoria das micro, pequenas e médias empresas (PME) é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros*” (Comissão Europeia, 2003). Esta nova definição pretendeu espelhar uma evolução económica global mais atualizada, focando-se nos constrangimentos particulares com que se defrontam as PME, de onde emerge naturalmente a importante necessidade de recorrer a financiamento externo por parte destas empresas, nomeadamente em fase de arranque de atividade (Comissão Europeia, 2015).

Apresenta-se, na Tabela 1, a classificação de uma empresa, em função dos três indicadores anteriormente referidos.

Tabela 1 – Classificação das empresas segundo a recomendação da Comissão Europeia de 2003

	Classificação	Efetivos	Volume de Negócios Anual ou Balanço Total Anual
PME	Microempresas	Menos de 10 Funcionários	Menos de 2M €
	Pequenas empresas	Entre 10 e 49 Funcionários	Menos de 10M €
	Médias empresas	Entre 50 e 250 Funcionários	Volume de Negócios inferior a 50M € e/ou Balanço Total inferior a 43M €
	Grandes empresas	Mais de 250 Funcionários	Volume de Negócios superior a 50M € e/ou Balanço Total superior a 43M €

Fonte: O autor, adaptado de *Guia do utilizador relativo à definição de PME* (Comissão Europeia, 2015).

Salienta-se o facto da referida atualização não só vir confirmar a pertinência dos critérios contemplados na anterior recomendação de 1996, assim como também o facto de apresentar outro critério adicional a ser verificado, designadamente a independência da empresa relativamente a grandes empresas. Neste contexto, tem-se que as “*empresas independentes são empresas que não são propriedade, em 25% ou mais do capital ou dos direitos de voto, de uma empresa, ou conjuntamente de várias empresas que não se enquadram na definição de PME ou de pequena empresa*” (Comissão Europeia, 2003). No entanto, a nível nacional, o INE contempla apenas para efeitos estatísticos a variável relativa ao número de efetivos para classificar a dimensão de uma empresa dada a dificuldade de deter informação estatística sobre os outros critérios, tendo como referências os limites apresentados na anterior tabela.

Note-se que a necessidade de garantir uma definição comum de PME ao nível europeu pretende, antes de mais, dar resposta uniforme no âmbito dos apoios públicos às empresas, uma vez que, historicamente, nem sempre se verificou a permanência destas empresas na linha da frente das prioridades estratégicas associadas aos apoios concedidos pelas instituições do Estado (Comissão Europeia, 2015). Por outro lado, a aplicação desta nova definição visa também promover as microempresas, melhorar o seu acesso ao capital, promover a inovação e o acesso aos resultados da I&D e apreciar as diferentes relações estabelecidas entre as empresas (Comissão Europeia, 2005a).

2.1.2. Caracterização das PME e principais particularidades

No sentido de caracterizar adequadamente as PME, importará, em primeiro lugar, compreender a sua representatividade na estrutura empresarial portuguesa, bem como no plano europeu. Neste sentido, sumarizam-se na Tabela 2, vários indicadores que permitem aferir essa representatividade.

Tabela 2 – Número de empresas, pessoas empregadas e valor acrescentado por dimensão de empresa

Classificação	Número de empresas			Número de pessoas empregadas			Valor acrescentado		
	Portugal		UE-28	Portugal		UE-28	Portugal		UE-28
	Nº	%	%	Nº	%	%	Biliões €	%	%
Micro	763 109	95,1	93,0	1 242 789	40,8	29,8	18,0	24,2	20,9
Pequena	33 623	4,2	5,8	638 227	20,9	20,0	16,4	22,1	17,8
Média	5 135	0,6	0,9	499 433	16,4	16,7	16,6	22,3	18,2
PME	801 867	99,9	99,8	2 380 449	78,1	66,6	51,1	68,5	56,8
Grande	787	0,1	0,2	669 293	21,9	33,4	23,5	31,5	43,2
Total	802 654	100,0	100,0	3 049 742	100,0	100,0	74,6	100,0	100,0

Fonte: O autor, adaptado de 2017 SBA Fact Sheet – Portugal (Comissão Europeia, 2017).

Como exposto na referida tabela, as PME representam no plano nacional 99% do número total de empresas em atividade, sendo responsáveis pela criação de 78% dos postos de trabalho. Ao nível da União Europeia composta por 28 estados-membro, a tendência acompanha o panorama português relativamente à quota das PME face ao número total de empresas, embora ao nível do emprego estas representem menos 12% do emprego total face a Portugal (66%). Por outro lado, no plano da produtividade, as PME produzem mais de metade do valor acrescentado total em Portugal (68%), representando este valor 56% ao nível da União Europeia, números que revelam claramente a elevada contribuição destas empresas não só para o PIB nacional, mas também para o da economia europeia.

A preponderância das PME na dinâmica económica de um país é, desde logo, expressa na *Carta Europeia das Pequenas Empresas*, onde se reconhecem, efetivamente, estas empresas como a “*espinha dorsal da economia europeia*”, uma vez que constituem “*uma fonte significativa de emprego e um terreno fértil para o surgimento de ideias empreendedoras*” (Comissão Europeia, 2000).

Nesta perspetiva, diversas são as instituições que apresentam o crescimento económico, a potencial criação de emprego, a aposta na inovação, o contributo para o desenvolvimento local e regional e para a coesão social, como aspetos que resultam da atividade económica das PME (Comissão Europeia, 2000; Comissão Europeia, 2008; OCDE, 2018b). O dinamismo destas empresas e “*a sua capacidade para responder às novas necessidades do mercado*” (Comissão Europeia, 2000) são consideradas evidências objetivas que remetem para uma resposta concreta por parte do Estado, designadamente a conceção de uma Política Pública que vise criar mecanismos de apoio e crescimento a estas empresas.

Por outro lado, perante a manifestação de imperfeições de mercado – de que são exemplos a informação assimétrica e os elevados custos de transação² –, as PME encontram um dos seus mais relevantes constrangimentos no acesso dificultado a fontes de financiamento externo, particularmente na fase de arranque das suas atividades (Comissão Europeia, 2015; OCDE, 2018b). Este obstáculo ao financiamento externo por parte das PME é explicado por Jorge Marques dos Santos, Presidente do IAPMEI, como resultado destas empresas apresentarem “*níveis médios de endividamento elevados e baixo nível médio de capitais próprios*” (Santos, 2018). Consequentemente, a restrição ao nível dos recursos financeiros nestas empresas tende a afetar negativamente outras dimensões do negócio, reduzindo a sua propensão para a aposta na inovação e para o acesso a novas tecnologias. Para Karadag (2016) e para a OCDE (2018a), a elevada dependência face a fontes de financiamento externo torna as PME mais vulneráveis e, por isso, fortemente expostas às flutuações nos ciclos económicos, conforme tornaram evidentes os efeitos da recente crise financeira global.

Um constrangimento estrutural e não menos importante com o qual as PME têm que lidar reside na reconhecida falta de competências técnicas e conhecimentos de gestão por parte dos seus decisores, com efeitos que se manifestam na falta de visão estratégica para o negócio e, ainda, na escassa ou limitada perceção das oportunidades de exploração do mercado (Comissão Europeia, 2008; Comissão Europeia, 2015; OCDE, 2018a).

Para a Comissão Europeia (2008) e para Muller *et al.* (2014), a excessiva carga regulamentar e administrativa constitui outro problema substancial que as PME enfrentam ao longo do seu ciclo de vida, desde o início da sua atividade, ao cumprimento

² Em “*The Nature of the Firm*”, Coase (1937) apresenta os “custos de transação” como aqueles custos em que as empresas - por perceção da limitação das suas competências ou por opção própria - incorrem quando têm que recorrer ao mercado para dispor de um determinado serviço ou bem. Integram-se nestes custos os custos de negociação, de redação e de cumprimento de contratos.

das disposições legais correntes com os seus trabalhadores. Com efeito, os constrangimentos de ordem burocrática que se apresentam às PME – e, por conseguinte, os custos administrativos deles resultantes – tendem a ser desproporcionalmente superiores face àquilo que sucede nas grandes empresas.

2.2. Políticas Públicas de apoio ao desenvolvimento empresarial

2.2.1. Tipologias de Políticas Públicas

No domínio das políticas públicas que dizem efetivamente respeito ao apoio ao desenvolvimento das empresas, a literatura reconhece a existência de diversas variantes de políticas, as quais são distinguidas pela base económica a que estão agregadas e pelo tipo de falhas a que estas políticas pretendem dar resposta. Nesta perspetiva de índole teórica, segundo Mateus (2003), são no essencial duas as tipologias de políticas públicas que visam apoiar o desenvolvimento empresarial. Uma primeira tipologia, suportada na teoria microeconómica, associa as políticas públicas ao objetivo primário de corrigir falhas de mercado ou falhas de Estado. Por outro lado, uma segunda perspetiva, de base teórica centrada na macroeconomia, concebe as políticas públicas como instrumento de resolução dos constrangimentos estruturais ou de orientação e qualificação dos processos de concorrência no domínio do crescimento económico.

Segundo Baptista (2013), noutra perspetiva de análise, diz-se que as políticas públicas assumem natureza horizontal quando visam a melhoria transversal do desempenho de uma economia na sua globalidade. Enquadram-se neste domínio de políticas a promoção da I&D, da inovação, do investimento, da defesa do ambiente e do financiamento e, ainda, a Política de PME.

Por outro lado, no que diz respeito a políticas públicas de natureza vertical, é possível afirmar que estas incidem especificamente sobre um setor da atividade económica, apoiando apenas determinados agentes económicos que integrem o referido setor (setor têxtil ou do turismo, por exemplo).

2.2.2. Política Pública de apoio às PME

Ao anunciar o apoio ao desenvolvimento das PME como “*uma das grandes prioridades para o crescimento económico, criação de emprego e coesão económica e social*”, a Comissão Europeia (2005b) reconhece, na verdade, ainda que implicitamente, a pertinência e a necessidade de uma intervenção do Estado que crie condições favoráveis

para o crescimento qualificado e consolidado destas empresas. Tal preocupação resulta, por um lado, da enorme expressão do número de PME face ao número total de empresas e do seu especial contributo para o crescimento do PIB (Karadag, 2016); releva também neste âmbito a sua função central na introdução de uma parcela significativa das inovações e na transferência de tecnologia a partir do Sistema Científico e Tecnológico (Andrez, 2012).

No domínio do apoio ao desenvolvimento das PME, a Política Pública reveste-se de particular importância, devendo procurar responder às especificidades próprias destas empresas, não apenas face às empresas de maior dimensão, mas também relativamente às suas próprias idiossincrasias. Com base nesta ideia, Andrez (2012) defende que uma moderna Política de PME deve, em primeiro lugar, reconhecer a heterogeneidade presente em variadas dimensões nessas empresas: parte delas carecerá da criação de condições que visem acelerar o seu crescimento e potenciar a sua inovação em mercados de maior expressão; outra parte deverá ser apoiada convenientemente para poder cumprir as suas funções sociais, relevantes em determinados contextos da economia local e regional, como o do emprego e o da distribuição de bens e serviços.

Paralelamente às condicionantes ao desenvolvimento das PME identificadas na envolvente destas empresas (as quais já foram objeto de análise neste Trabalho), o mesmo autor acrescenta a menor dimensão daquelas empresas como um “fator discriminatório” que tende a elevar as pressões enfrentadas por estas numa ótica de funcionamento dos mercados relativamente ao acesso à tecnologia, aos mercados de produtos transacionáveis e aos instrumentos de financiamento das suas estratégias e investimentos. Neste quadro, uma moderna Política de PME deve procurar potenciar as vantagens destas empresas, promovendo o investimento, mas também procurando neutralizar as suas desvantagens, colocando ao serviço destas empresas, na envolvente, os recursos e as competências de que estas necessitam.

Em particular na última década, vastos têm sido os esforços dos governos e outras instituições públicas no sentido de uma convergência em torno da conceção de uma Política de PME que se articule com os grandes eixos da Política Comunitária de PME (Andrez, 2012).

Quer na “*Carta Europeia das Pequenas Empresas*” de 2000, quer na posterior Comunicação da Comissão Europeia sob o título “*Modernizar a Política das PME para o Crescimento e o Emprego*” de 2005, a qual veio substituir o primeiro documento referido, a União Europeia enumera como objetivos prioritários da sua Política de PME:

- i) a promoção do empreendedorismo e da aquisição de competências;
- ii) a melhoria do acesso das PME aos mercados;
- iii) a redução da burocracia;
- iv) a melhoria do potencial de crescimento das PME;
- v) o reforço do diálogo e da consulta das PME.

No entanto, só a partir de 2007, a Comissão Europeia viria a adicionar explicitamente³ o acesso ao financiamento como um novo objetivo prioritário no reforço da competitividade das PME, novo objetivo esse, que foi considerado por iniciativa de Portugal durante a sua Presidência do Conselho da UE. Desde então, diversas têm sido as iniciativas de Política Pública que têm corporizado a promoção e o reforço da competitividade das PME no quadro europeu e, conseqüentemente, no contexto individual dos seus estados-membro.

Um “*Small Business Act*” para a Europa

Foi em Março de 2008 que o Conselho Europeu viria a solicitar a rápida adoção da iniciativa “*Small Business Act*” (SBA) para a Europa, a qual constituiu uma *framework* de ação para a Política Pública na prossecução dos seus objetivos de crescimento e competitividade sustentadas das PME (Comissão Europeia, 2008). Tal documento parte da premissa de que um enquadramento favorável que permita a priorização do papel das PME nas preocupações do poder político deve, antes de mais, iniciar-se pela busca de um consenso alargado na sociedade em geral, designadamente no reconhecimento de que estas empresas contribuem substancialmente para a geração de novos empregos e para a prosperidade económica. Segundo a Comissão, este reconhecimento abrangente por parte da sociedade civil, mas também uma maior assunção do risco por parte dos empresários, deveriam ser “aplaudidos”, por um lado, pela esfera da comunicação social e, por outro, pelos mais altos decisores políticos. Sob o lema “*Think Small First*”, o SBA identifica dez princípios (Anexo A) que visam a conceção e a orientação de uma Política Pública a nível da UE e dos seus estados-membro, no sentido de permitir a criação de maior valor acrescentado para a Europa, de possibilitar melhores condições de concorrência para as PME, mas também implementar melhorias ao nível do ambiente legal e administrativo onde estas empresa operam.

³ Fonte: Comissão Europeia (2007).

Sistemas de Incentivos

Transversalmente à anterior iniciativa, tem subsistido ao longo das últimas décadas uma lógica de disponibilização de “sistemas de incentivos” às PME nos domínios onde habitualmente estas empresas enfrentam os seus maiores constrangimentos.

A este respeito, Andrez (2018) vem caracterizar os sistemas de incentivos, referindo, por um lado, a diversidade de apoios e subsídios que estes colocam ao dispor das empresas, mas também por outro lado, o vasto espectro de setores da atividade económica onde, por norma, tais incentivos costumam intervir. Da concessão de auxílios a projetos de inovação produtiva ou organizacional ao apoio à I&D, passando pela promoção da adoção das novas tecnologias de informação e comunicação e pela aposta na internacionalização, entre outras áreas, o mesmo autor coloca, desta forma, em evidência a multiplicidade de domínios da atividade empresarial a que tais incentivos pretendem dar resposta.

Fundos Estruturais de Investimento da UE e Programas Operacionais

Constituídos em pleno quadro da política comunitária de coesão económica e social e visando o suporte financeiro à mobilização destes sistemas de incentivos, os Fundos Estruturais e de Investimento da UE⁴ são apresentados pelo Observatório do QREN como “*uma das mais relevantes fontes de financiamento das políticas de incentivo ao investimento empresarial em Portugal*” (Mamede *et al.*, 2013).

Neste contexto, refira-se, ainda, a importância dos designados “programas operacionais” que, de forma integrada relativamente ao objetivo central do reforço da competitividade das empresas, mas também articulada com os principais eixos estratégicos associados à visão da UE em matéria de política económica e da coesão, procuram englobar e adequar convenientemente estes sistemas de incentivos à realidade empresarial, em particular, às PME. Veja-se, a este título, o programa PEDIP iniciado em 1988, o PRIME em 2003, o QREN em 2007 e, atualmente, o PORTUGAL 2020 em vigor desde 2014 que, visando os domínios da competitividade mais focados à data de início desses programas, têm traduzido a aplicação dos SI nos diversos contextos nacionais de apoio ao desenvolvimento empresarial (Baptista, 2013).

⁴ Segundo a Comissão Europeia (s.d.), são cinco os atuais Fundos Estruturais e de Investimento da UE: o Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (FEDER), o Fundo Social Europeu (FSE), o Fundo de Coesão (FC), o Fundo Europeu Agrícola de Desenvolvimento Rural (FEADER) e o Fundo Europeu dos Assuntos Marítimos e das Pescas (FEAMP).

As iniciativas de Política Pública e a sua importância no sistema envolvente das PME

É na confluência de esforços entre a sociedade em geral – nomeadamente no devido reconhecimento da função central das PME na economia – e numa atitude proativa das diversas instâncias de índole pública e privada, que emerge a importância de iniciativas como aquelas que foram anteriormente descritas, na medida em que estas pretendem também completar o “sistema envolvente” onde atuam estas empresas, fornecendo-lhes os serviços de que estas necessitam e estimulando a sua cooperação numa ótica de assimilação de competências partilhadas com outras empresas (Andrez, 2006).

2.3. Instrumentos financeiros

A concretização de uma panorâmica geral do Capital de Risco apela, antes de mais, a uma apresentação sumária dos mais relevantes conjuntos de instrumentos financeiros que constituem atualmente as principais opções de financiamento às PME.

Segundo a OCDE (2018a), estes instrumentos financeiros agrupam-se conceptualmente em dois grupos: um primeiro grupo de instrumentos, onde se inserem todos os modos de dívida financeira (*debt finance*); um segundo grupo, correspondendo a instrumentos de capital, seja ele privado (*private equity*) ou público (*public equity*). Refere-se, ainda, a existência de um conjunto de instrumentos híbridos (*blended finance*) que colhem características intermédias entre os dois grupos anteriormente enunciados.

2.4. O Capital de Risco como instrumento de financiamento para as PME

2.4.1. Enquadramento

Segundo o IAPMEI (2006), o Capital de Risco constitui uma tipologia de investimento empresarial sob a forma de capital ou “quase-capital”⁵, com o objetivo de financiar empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento. Haverá a distinguir, neste instante, duas terminologias inglesas que surgem frequentemente associadas à expressão portuguesa “Capital de Risco”: *Venture Capital*, quando nos referimos a investimento de capital em empresas em início de atividade (tipicamente, *start-ups*) e

⁵ A IFD (2017) define “investimento de quase-capital” como um “*tipo de financiamento classificado entre capital próprio e dívida, com um risco maior do que a dívida sénior e um risco menor do que o capital ordinário, e cujo retorno para o titular se baseia predominantemente nos lucros ou prejuízos da empresa-alvo subjacente, não sendo garantido em caso de incumprimento*”.

Private Equity, expressão que habitualmente designa o investimento de capital em empresas maduras.

A atividade de Capital de Risco enquadra-se num mercado de empresas de vocação empreendedora, tendencialmente inovadoras, com elevado potencial de rentabilização e em circunstâncias em que o acesso a financiamento enfrenta fortes constrangimentos devido, entre outros fatores, ao problema do risco moral (*moral hazard*) e à existência de informação assimétrica⁶ (Pereira, 2008; Lerner & Tag, 2013).

Para Gornall & Strebulaev (2015), os investimentos de Capital de Risco visam não só conceder apoio financeiro às empresas, mas também, de uma maneira geral, atuar num espectro mais alargado da gestão do negócio, nomeadamente no aconselhamento, na orientação estratégica e na disponibilização de acesso às redes de contatos dos investidores (*networking*).

Face a outras formas convencionais de financiamento como o crédito bancário, os subsídios públicos, entre outros, o Capital de Risco destaca-se pela forma concreta como é avaliado um determinado projeto de investimento, uma vez que considera dois critérios fundamentais: o potencial de crescimento e o risco do projeto (IAPMEI & APCRI, 2006).

A assunção e a partilha do risco entre a empresa financiada e o investidor de Capital de Risco é, de resto, um dos fatores que mais diferencia esta fonte de financiamento face a outras fontes tradicionais, uma vez que, nesta opção de financiamento, não existe lugar a qualquer reembolso de juro ou amortização do capital investido, sendo o investidor de Capital de Risco recompensado pelo grau de sucesso da empresa financiada. A este título, Mateus (2003) concretiza que o Capital de Risco constitui uma “forma de regulação e incentivo” que permite mitigar a incerteza económica, na medida em que se promove uma efetiva partilha dos riscos financeiros entre a empresa financiada e o investidor. A recompensa para os investidores de Capital de Risco decorre, assim, dos ganhos relativos à alienação da participação ou desinvestimento na empresa apoiada.

De referir ainda a existência de algumas publicações que relacionam resultados decorrentes das atividades de Capital de Risco com o comportamento macroeconómico dos países. Lerner & Tag (2013) referem os impactos do Capital de Risco ao nível do

⁶ Mateus (2003) associa os problemas de “risco moral” e de “informação assimétrica” à existência de um enviesamento da informação transmitida no mercado, quer sobre os bens e serviços, quer sobre os agentes económicos, conduzindo a problemas de “seleção adversa”, mas também a possíveis comportamentos oportunistas de agentes.

crescimento económico de um país, em parte devido às externalidades positivas na economia que resultam do investimento em empresas inovadoras, as quais criam bens e serviços cada vez mais diferenciadores e de valor acrescentado, mas contribuindo também, de forma decisiva, para a geração de emprego. Silva (2016) refere-se a um estudo da EVCA (*European Venture Capital Association*) em 2014 para afirmar que aspetos como a produtividade, a competitividade e a inovação de um país tendem a beneficiar quando a indústria do Capital de Risco é bem planeada, gerida e executada.

2.4.2. *Operadores de Capital de Risco*

A literatura reconhece a existência de uma vasta multiplicidade de termos que se enquadram no conceito de operador de Capital de Risco, pelo que optaremos por abordar apenas os termos mais frequentemente invocados e de maior pertinência no contexto deste Trabalho.

No estudo de Augusto (2014), este baseia-se na ideia de que são duas as principais tipologias de operadores de Capital de Risco: por um lado, os “Investidores de Capital de Risco” (ICR) e, por outro lado, as “Sociedades de Capital de Risco” (SCR). Para o mesmo autor, existem três variantes de ICR – os *Venture Capitalists*, os *Corporate Venturing* e os *Business Angels* – que, pela sua diferenciação formal na terminologia, apresentam com efeito distinções nas fases do ciclo de vida das empresas onde, por norma, costumam intervir. Pela sua importância, destaquemos o papel do *Business Angel* (BA) que, segundo Pereira (2008), designa, habitualmente, aquele investidor que, a título individual, aposta em negócios emergentes, associados a um certo grau de risco, podendo complementar o seu apoio financeiro com o seu *know-how* e experiência nos mais variados domínios da atividade empresarial.

Por outro lado, segundo a Gesventure (2018a), uma “Sociedade de Capital de Risco” é uma sociedade anónima que visa deter participações em empresas com forte potencial de crescimento e de desenvolvimento, tipicamente durante períodos limitados, de forma minoritária, não ultrapassando, geralmente, os 49% de capital. Integrando e desenvolvendo a sua atividade ao abrigo das Associações de Capital de Risco nacionais, mas também da EVCA, é possível referir que estas sociedades representam o Capital de Risco institucional.

Relativamente às modalidades de financiamento por Capital de Risco, as quais estão diretamente relacionadas com as fases do ciclo de vida das empresas que estão a ser intervencionadas, com critérios temporais e outros aspetos qualitativos, a literatura

identifica termos diversos. Referiremos a terminologia apresentada pela Gesventure (2018b), a qual distingue as quatro mais frequentes modalidades de financiamento por CR:

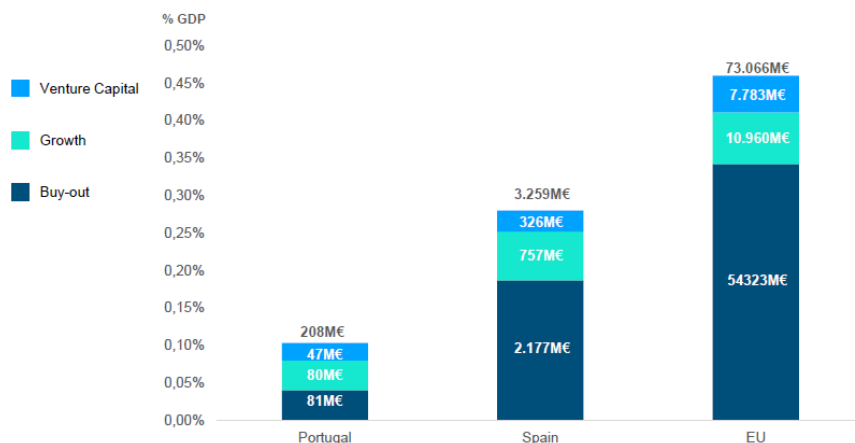
- “Capital Semente” (*seed capital*) – fundos vocacionados para projetos empresariais definidos somente num plano de negócios;
- “Financiamento do Capital Inicial” – fundos que visam colocar em andamento uma empresa que possui um protótipo de um produto pronto a comercializar;
- “Financiamento do Crescimento” – fundos que permitem superar a carência de recursos próprios para financiar o crescimento sustentado da empresa, já em funcionamento;
- “Outras Operações” – incluem-se nesta modalidade, entre outras, as operações de compra de capital da empresa por parte da equipa de gestão, quer interna, quer externa, ou a aquisição e reestruturação de empresas em dificuldade.

2.4.3. A utilização do Capital de Risco em Portugal vs Europa

Para melhor compreendermos o fenómeno do Capital de Risco no contexto português, interessará proceder-se a uma breve comparação entre os indicadores desta atividade no plano nacional e os indicadores de atividade europeus.

Neste sentido, a Figura 1 permite aferir relativamente a um primeiro indicador relevante, designadamente o valor do financiamento das atividades de Capital de Risco em percentagem do PIB no final de 2018, o qual é marcadamente inferior em Portugal quando comparado com o valor verificado na UE (0,10% *versus* 0,46% do PIB) e, até mesmo, com Espanha (cerca de 0,28% do PIB).

Figura 1 - Financiamento das atividades de Capital de Risco em percentagem do PIB em 2018



Fonte: Figura extraída de *Portugal Investment Report 2018-1S2019* (LC Ventures & FNABA, 2019).

Por outro lado, no que diz respeito ao financiamento para *Venture Capital* em fase de *seed*, este representou em Portugal, no mesmo ano, menos de 1% do valor total verificado na UE (47 milhões de euros *versus* 7783 milhões de euros) e menos de 15% do valor alcançado em Espanha (326 milhões de euros), o que permite compreender a disparidade existente quanto aos níveis de financiamento através do Capital de Risco que se praticam nestas regiões. Esta leitura mantém-se válida se analisarmos, em termos relativos, o peso do financiamento nesta modalidade do CR face à dimensão do PIB de cada região, tal como a mesma figura permite ilustrar.

Relativamente às áreas de atividade económica onde foram aplicadas as maiores parcelas do valor do investimento de CR em Portugal, a CMVM (2018) destaca o setor imobiliário e a indústria transformadora como “*importantes setores de captação do investimento em capital de risco*” em 2017, o último ano para o qual apresenta informação. No plano europeu, a *Invest Europe* (2018) destaca os setores de bens e serviços de consumo, seguindo-se os produtos e serviços financeiros e o setor das comunicações, informática e eletrónica, como as indústrias que atraíram maiores montantes de investimento em CR.

Neste contexto, será ainda pertinente referir de forma breve aqueles que são, segundo Ständer (2017), os dois instrumentos de promoção do CR previstos pela atual Política Económica da UE: os “Fundos Públicos de Capital de Risco”, mais vocacionados para *start-ups* e que visam atrair investidores privados de CR que desejem entrar em paridade com o Estado na tomada de participação em determinada empresa; em segundo lugar, os “Incentivos Fiscais para Investidores de Capital de Risco”. O mesmo autor conclui que a elevada heterogeneidade existente nos diferentes sistemas de incentivos fiscais da UE resulta no indesejável efeito da criação de competição e na imposição de avultados custos de transação e informação para os eventuais investidores internacionais.

2.4.4. *Fatores condicionantes do Capital de Risco no financiamento de PME*

Lerner & Tag (2013), partindo da análise de estudos anteriores, identificaram os fatores que mais frequentemente são referenciados como relevantes no desenvolvimento das atividades de investimento através do Capital de Risco, designadamente:

- i) o ambiente legal;
- ii) o desenvolvimento dos mercados financeiros;
- iii) o sistema fiscal;
- iv) a regulação do mercado laboral;

- v) a despesa pública em I&D, Direitos de Propriedade Intelectual e transferência de tecnologia.

Neste quadro de fatores, Lerner & Tag (2013) começam por referir-se ao ambiente legal e às suas implicações no modo como os empreendedores são compensados. Os autores citam evidências anteriores de que os investimentos em empresas que operam em ambientes legais menos restritivos tendem a apresentar menor retorno e valorização. Pelo oposto, em ambientes legais mais complexos, as SCR tendem a ser incentivadas a fornecer apoio não contratualizado aos empreendedores, investindo nas suas capacidades de desenvolvimento, pelo que existe, neste contexto, tendência para um maior retorno e valorização nas operações de investimento.

Um segundo fator identificado por estes autores diz respeito ao desenvolvimento dos mercados financeiros, o qual é considerado um aspeto que produz impactos diretos no sucesso das operações de saída dos investidores de Capital de Risco das empresas participadas. Em mercados financeiros bem desenvolvidos, os investidores de CR encontram-se em melhores condições de lançar uma “*initial public offering*” (IPO), pela qual alienam a terceiros a sua participação no capital da empresa onde investiram.

Um terceiro fator identificado no presente âmbito é o sistema fiscal, o qual afeta a atração para o empreendedorismo, mas também a procura por investimentos de Capital de Risco e, ainda, a contratualização entre investidores e empreendedores, sobretudo no modo como os primeiros são recompensados. Os mesmos autores citam um estudo levado a cabo em 1999 por Gompers & Lerner, onde estes demonstraram que, nos EUA, a redução de impostos sobre os ganhos de capital resulta num aumento do montante de capital afeto às atividades de CR, uma vez que, nestas condições, se eleva a procura dos empreendedores por investimentos desta natureza.

A regulação do mercado laboral é outro aspeto mencionado neste âmbito, sendo apontado como um fator que produz impactos nas necessidades de financiamento das empresas, uma vez que a regulação tende a inflacionar os custos inerentes ao arranque das atividades de um novo negócio. Noutra perspetiva, Silva (2016) reporta-se à questão da proteção do mercado laboral como um fator igualmente importante do lado da empresa financiada, na medida em que, não obstante da presunção de boa fé relativamente à entrada dos investidores de Capital de Risco que tomaram participação, subsiste o receio implícito de que a intervenção destes novos sócios possa alterar as suas situações laborais, incorrendo-se na situação limite da rescisão do contrato de trabalho.

Por último, Lerner & Tag (2013) referem que um contexto fraco de proteção dos Direitos de Propriedade Intelectual tende a impulsionar os empreendedores a enveredarem pelo financiamento bancário, evitando revelar a terceiros informação crítica neste contexto, conforme aconteceria caso recorressem a investidores de CR.

Partindo da *framework* de condicionantes identificados na literatura, Lerner & Tag (2013) procuraram recolher evidência de que esses aspetos manifestam correlação positiva com o desenvolvimento das atividades de Capital de Risco nos EUA e na Suécia. Neste sentido, concluíram empiricamente que o ambiente legal e o desenvolvimento dos mercados financeiros são, de facto, relevantes e possuem correlação positiva com o desenvolvimento do setor do CR. Pelo oposto, é neste estudo fraca a evidência de que o sistema fiscal, a regulação do mercado laboral e a despesa pública em I&D são importantes neste contexto.

Num outro estudo, Pereira (2008) concluiu, a partir da amostra de operadores de Capital de Risco que inquiriu no âmbito do seu trabalho empírico, que questões como o enquadramento legal e a carga burocrática e administrativa são dimensões que devem ser repensadas no sentido de gerar maior atração para o investimento em Portugal, na ótica dos próprios investidores.

Ainda segundo o mesmo autor, mas também para Silva (2016), é importante referenciar o facto de Portugal ser um país historicamente associado a um clima generalizado de aversão ao risco. Com efeito, a cultura empresarial é também apontada como um fator que restringe o potencial do Capital de Risco em Portugal sob a perspetiva da procura e da oferta: do lado das empresas, predomina o receio de entrada de investidores exteriores na tomada de decisão, sobretudo em empresas fundadas em contextos familiares; do lado do investidor, inerente à falta de liquidez e à escala reduzida do mercado financeiro, emerge naturalmente a perspetiva de aversão ao risco de investir em empresas portuguesas.

Capítulo 3. CAPITAL DE RISCO: ANÁLISE EMPÍRICA DOS FATORES CONDICIONANTES DO FINANCIAMENTO DE PME EM PORTUGAL

3.1. Âmbito e natureza da investigação

Enquanto área de investigação, o Capital de Risco apresenta-se em Portugal (e também em língua portuguesa) relativamente pouco explorado, quer em número de publicações, quer na diversidade de temas abordados nesse âmbito. É neste pertinente espaço da literatura que se pretendem inserir os contributos deste Trabalho, os quais passam fundamentalmente por compreender os fatores que condicionam o financiamento das PME através do Capital de Risco em Portugal. À luz deste objetivo, pretendeu-se estender o estudo levado a cabo por Lerner & Tag (2013), mas também avaliar a relevância de outros fatores referidos no decorrer desta investigação e que, oportunamente, serão recuperados.

Considerando a formalização da problemática a analisar, o objetivo de recolher evidência de trabalhos anteriores procurando-se aplicar os contributos daí resultantes num contexto distinto de análise, conclui-se que este Trabalho constitui uma investigação de **natureza empírica**. Por outro lado, pretendendo-se focar a análise em aspetos específicos do ambiente do Capital de Risco num contexto particular como Portugal, esta investigação tende a assumir o caráter de um **estudo de caso**, tal como referem Bogdan & Biklen (1999).

3.2. Hipóteses de investigação

Um dos princípios estruturantes que rege os estudos empíricos reside na definição clara e objetiva das hipóteses de investigação que se pretendem testar. Neste sentido, tendo presente o já referido âmbito deste Trabalho, assumiremos como hipótese de investigação:

“O fator i é um aspeto relevante no condicionamento do financiamento das PME através do Capital de Risco em Portugal”, onde i diz respeito a cada um dos treze fatores identificados na Tabela 3, abordados ao longo desta dissertação.

Tabela 3 - Fatores condicionantes do financiamento das PME através do Capital de Risco

a) Na ótica do investidor de Capital de Risco:	b) Na ótica da PME:
<ol style="list-style-type: none"> 1. Cultural; 2. Ambiente legal; 3. Carga administrativa; 4. Sistema fiscal; 5. Desenvolvimento do mercado financeiro; 6. Desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal; 7. Regulação do mercado laboral. 	<ol style="list-style-type: none"> 8. Suficiência de capitais próprios; 9. Receio de perda de controlo da Empresa; 10. Competências no domínio financeiro; 11. Confiança no financiamento tradicional (bancário); 12. Conhecimento sobre a indústria do Capital de Risco; 13. Receio de exposição de Direitos de Propriedade Intelectual a terceiros.

Fonte: O autor, a partir da revisão de literatura efetuada no âmbito deste Trabalho.

Uma nota importante passará por esclarecer a opção tomada na divisão dos referidos fatores condicionantes sob duas distintas perspetivas de análise, designadamente a visão dos referidos fatores na ótica dos investidores de Capital de Risco (a), mas também na ótica das PME (b). Trata-se de uma opção que pretende ir ao encontro do princípio de que as características do fenómeno social que se pretendem estudar devem ser observadas, tanto quanto possível, no seu ambiente natural de ocorrência (Bogdan & Biklen, 1999). Com efeito, acreditamos que a opção de proceder a esta alocação das hipóteses de investigação a cada uma de duas visões distintas de um fenómeno de elevado grau de complexidade, contribui, por um lado, para uma maior clareza na compreensão e exposição do tema e, a jusante, para a obtenção de resultados suscetíveis de uma leitura mais objetiva no contexto em estudo.

3.3. Metodologia

A respeito do trabalho de investigação empírica, Schneider (2005) refere que este é geralmente constituído por cinco fases:

- 1 – Definição de tema, objetivos e fundamento teórico;
- 2 – Conceptualização do modelo de análise;
- 3 – Definição metodológica e sua operacionalização;
- 4 – Definição da amostra e recolha de dados e, finalmente,
- 5 – Análise e conclusões.

Nesta lógica, poderemos afirmar que no caso concreto desta dissertação os Capítulos 1 – “Introdução” e 2 – “Revisão de Literatura” cumprem o primeiro propósito enunciado por este autor. Adicionalmente, é possível dizer que o Capítulo 3 – “Capital de Risco: Análise Empírica dos Fatores Condicionantes do Financiamento de PME em Portugal” alberga os pontos 2, 3 e 4 do processo de investigação empírica proposto. Refira-se, ainda, que o ponto 5 da investigação empírica se materializa, na verdade, na última parte do Capítulo 3, designadamente no ponto destinado à análise empírica dos resultados e, finalmente, no Capítulo 4 – “Conclusões e Recomendações” onde se apresentam os resultados mais claros deste Trabalho, assim como as suas principais conclusões.

Não obstante de ser possível afirmar que este TFM extravasa de forma natural as fronteiras de vastos domínios de investigação como o do financiamento, do empreendedorismo e até da Política Pública, predomina no tema do Capital de Risco uma aplicação muito prática, facilmente percecionada na medida em que reflete uma parte significativa dos constrangimentos que retratam a realidade do tecido empresarial, para lá da mera conceptualização académica desta problemática. Com efeito, existe neste enquadramento um sistema de financiamento bem identificado, onde têm particular relevância o Estado e as inúmeras instituições públicas ao seu serviço, mas também os operadores de financiamento privados.

Como é possível constatar no diagrama de fluxos de financiamento representado no Anexo B, os fundos ao dispor dos Programas Operacionais nacionais (com proveniência em fundos comunitários) são geralmente colocados ao dispor de entidades investidoras como a AD&C e o IAPMEI. Por sua vez, tais entidades delegam uma parte substancial da responsabilidade da dinamização destes instrumentos financeiros em outros intervenientes, geralmente designados por Grossistas de Fundos, de que são exemplos a IFD e a PME Investimentos. No caso dos fundos mobilizados serem afetos a instrumentos de capital, as entidades Grossistas colocam, por norma, estas verbas ao dispor dos BA e das SCR, enquanto que no caso dos fundos serem relativos a instrumentos de dívida, poderão ser contratualizadas linhas de crédito com a Banca, com o apoio das Sociedades de Garantia Mútua (SGM) na negociação de condições vantajosas para as empresas recorrerem a tal instrumento.

3.3.1. Recolha da informação

Não perdendo de vista o objetivo primário de aferir-se se os fatores apresentados manifestam relevância no setor português do Capital de Risco e tendo igualmente

presente a multiplicidade de agentes e entidades que integram o sistema de financiamento em Portugal, tornou-se claro, desde cedo, que a audição de uma amostra de pessoas representativa dos diferentes intervenientes neste contexto seria o principal veículo de recolha de informação pertinente. Pesou sobretudo nesta opção o extenso conhecimento, a experiência acumulada e as motivações que são reconhecidas a esses agentes nas funções desempenhadas.

Neste âmbito, foram inquiridas dez entidades, entre setor público e privado, tendo sido cada uma delas entrevistada presencialmente. Apresenta-se no Anexo C a amostra de entidades inquiridas, bem como a identificação das personalidades em sua representação.

Relativamente à definição da metodologia, o ponto anterior concretizou-se, na verdade, na adoção de uma **abordagem multimetodológica**, tendo-se recorrido a dois instrumentos para a recolha de informação, sob pressupostos e objetivos diferentes:

1. **Inquérito por questionário** elaborado pelo autor e respondido diretamente pelos inquiridos (Anexo D). Este instrumento permitiu realizar um despiste inicial sobre a perspetiva dos inquiridos sobre o tema, mas possibilitou fundamentalmente o desenvolvimento em profundidade da entrevista, enquanto segundo instrumento;
2. **Entrevistas semiestruturadas**, presenciais, realizadas logo após os inquiridos terem respondido ao questionário. Pretendeu-se com a realização destas entrevistas compreender em maior detalhe quais as razões que motivaram que os inquiridos tenham respondido de determinada forma.

Estrutura do questionário

No que diz respeito à estrutura conceptual definida para o inquérito por questionário, podemos afirmar que esta obedeceu a três domínios de questões, assumindo cada um deles um propósito específico:

1. Questões 1 a 6: questões que visaram recolher opiniões sobre aspetos gerais da indústria do Capital de Risco em Portugal;
2. Questões 7 a) a 7 g): questões onde foi proposto ao inquirido que se coloque na ótica de um investidor de Capital de Risco e analise nessa perspetiva os fatores condicionantes enunciados;
3. Questões 8 a) a 8 f): questões onde se propôs ao inquirido que se coloque na ótica de um gestor de uma PME e avalie os fatores que mais frequentemente estão associados à realidade dessas empresas.

Por outro lado, este questionário foi estruturalmente constituído por perguntas de resposta fechada, tendo-se concedido também a hipótese do inquirido poder desenvolver alguns tópicos de resposta nos espaços em branco estrategicamente contemplados no final das questões, permitindo desta forma recolher eventual informação adicional relevante sempre que as hipóteses de resposta propostas não tenham sido suficientemente abrangentes.

Relativamente à escala de resposta, optou-se pela definição de uma escala de *Likert* de 1 a 5, apresentando-se em cada pergunta os significados dos extremos desse intervalo. A escolha de uma escala com número ímpar de respostas possíveis visou contemplar a hipótese de permitir aos inquiridos que se posicionem sobre o seu ponto médio (“3”), mas também abaixo ou acima desse valor. Apesar de não existir uma referência explícita no questionário escrito, considerou-se que a posição “3” da escala está implicitamente conotada com a resposta “irrelevante/neutro”. De acordo com Santana *et al.* (2015), tendo em conta os aspetos anteriormente referidos, esta escala revela-se adequada ao objetivo deste inquérito na medida em que permite aferir o grau de concordância dos inquiridos relativamente ao facto questionado.

Por outro lado, nas questões relativas à ótica do investidor de Capital de Risco, decorre do raciocínio anterior a consideração de que uma resposta colocada nas posições “1” e “2” da escala tende a apontar o fator enunciado na respetiva questão como “**restritivo**” do financiamento, ao passo que uma resposta colocada nas posições “4” e “5” é considerada uma resposta que aponta para o fator questionado tender, na verdade, para ser considerado um aspeto “**facilitador**” do financiamento através do Capital de Risco. Leitura semelhante poderá ser feita relativamente às questões associadas à ótica da PME neste contexto, pretendendo-se aferir quais os aspetos que mais se aproximam da realidade dessas empresas, tendo-se indicado individualmente em cada uma dessas questões o significado de cada extremo da escala.

Estrutura da entrevista

No que diz respeito às entrevistas realizadas, não é possível afirmar em rigor que todas elas tenham seguido formalmente as mesmas inspirações. Tal constatação deve-se, em primeiro lugar, à subjetividade inerente ao ambiente em que cada entrevista foi realizada, à personalidade específica de cada entrevistado e, em particular, ao também distinto *background* do inquirido no contexto do Capital de Risco. No entanto, é possível referir que a abordagem adotada durante estes momentos de recolha de informação

consistiu, no essencial, na realização de perguntas adicionais aos inquiridos que visaram identificar aspetos não referidos no inquérito escrito e que tenham tido influência direta ou indireta nas respostas anteriormente dadas.

3.3.2. *Tratamento da informação*

A informação recolhida durante a fase anteriormente apresentada conheceu dois momentos distintos de registo: um primeiro momento, onde se recolheram por escrito as respostas concedidas pelos próprios inquiridos no questionário prévio e, um segundo momento, onde se registaram as explicações complementares prestadas durante as entrevistas que se sucederam ao primeiro momento. Refira-se que todas as entrevistas foram realizadas presencialmente, tendo sido garantida a gravação dos respetivos áudios após expressa autorização de todos os inquiridos e ter sido devidamente explicitado que todas as declarações constantes dessas gravações servem o exclusivo propósito de utilização no âmbito deste Trabalho académico. Salienta-se ainda que todas as respostas obtidas nos questionários escritos foram sistematizadas num quadro-resumo, o qual poderá ser encontrado no Anexo E.

Após a fase de recolha e registo da informação, importou proceder ao tratamento dos dados obtidos com o objetivo de se poderem extrair conclusões concretas. O tratamento desta informação foi realizado mediante o aproveitamento da complementaridade de várias técnicas: a representação de dados recorrendo a ferramentas de “estatística descritiva”, mas também de “inferência estatística”, uma opção adequada e desde logo justificada pelo propósito de estudar uma amostra relativamente reduzida da população; complementando a técnica anterior, enquadraram-se os resultados obtidos através de uma “análise de conteúdos” que pretendeu dissecar as informações recolhidas durante a fase de entrevistas presenciais.

3.4. **Análise empírica**

A aplicação de ferramentas de estatística descritiva materializou-se na síntese dos resultados obtidos no Anexo F, numa tabela que apresenta a distribuição das respostas em percentagem por cada opção de resposta possível (frequência relativa).

Por outro lado, o método da inferência estatística escolhido determinou a necessidade de proceder ao cálculo de determinados parâmetros estatísticos como a resposta média obtida em cada questão (m) e o respetivo desvio-padrão (σ). Assumindo

que as respostas obtidas seguem aproximadamente a distribuição de Gauss – como grande parte dos fenómenos estudados no âmbito das Ciências Sociais – procedeu-se à determinação de um intervalo $[m - \sigma; m + \sigma]$ onde se posiciona a maioria da população em estudo (68,2%).

Como critério fundamental para concluir acerca da existência de evidência empírica nos resultados obtidos, considerou-se que existe evidência sempre que os limites inferiores e superiores de cada intervalo determinado se localizam simultaneamente abaixo ou acima da posição intermédia da escala de respostas (“3”).

Quanto ao contexto nacional da indústria do Capital de Risco

Relativamente ao primeiro grupo de questões, referem-se como principais conclusões acerca do contexto nacional da indústria do CR:

- A existência de **tendência forte** para “o investimento nas PME através do CR ser explorado atualmente abaixo do seu máximo potencial” (Questão 4);
- A manifestação de **tendência forte** para os setores de atividade mais vocacionados para atrair investidores de CR estarem associados a “alta intensidade tecnológica” (Questão 5);
- A existência de **tendência forte**, ainda, para o setor do CR em Portugal se encontrar “pouco desenvolvido” quando comparado com a Europa (Questão 6);
- Sem tendência relevante que permita concluir sobre os aspetos mencionados nas Questões 1, 2 e 3.

A análise de conteúdos levada a cabo permitiu compreender que, de facto, os aspetos que determinam que o investimento nas PME através do CR se processe ainda num ritmo que não espelha o nível que poderá vir a ser o seu máximo potencial, mas também por outro lado, a circunstância desta indústria em Portugal estar ainda longe da realidade europeia, se justificam desde logo pela escassez generalizada de capital para Fundos de Capital de Risco e pela enorme diluição da liquidez em cada um desses Fundos. Por outro lado, uma ideia que ficou também patente passa pela verificação da ausência, na realidade, de soluções de capital, de reduzidos montantes, para empresas pequenas (“microcapital”), na medida em que os custos associados a uma operação corrente de CR (custos de transação, de serviços de consultoria e outros), anulam quase integralmente o valor remanescente que ficaria disponível para investir nessas empresas. Concorre ainda para este contexto o facto da generalidade dos investidores estrangeiros não se sentir

suficientemente motivada e atraída para investir em Capital de Risco em Portugal, um país que apresenta uma economia relativamente fragmentada.

Em segundo lugar, conlui para o aspeto do CR português estar tendencialmente mais vocacionado para setores de alta intensidade tecnológica a circunstância do país ter criado um ecossistema empreendedor competente, aliando a sua reconhecida capacidade de formar diplomados nas áreas das engenharias ao crescente foco dos Fundos de Capital de Risco no investimento em empresas jovens criadas na área do desenvolvimento tecnológico. Acresce ainda neste contexto a especial agilidade do fenómeno da inovação nesta indústria (produto, processo e marca) que torna hoje possível a criação de produtos e serviços mais diferenciadores e de maior valor para o negócio. Quando comparada com setores mais tradicionais de atividade económica onde uma parcela elevada do investimento é sobretudo focada na aquisição de equipamentos produtivos, a alta tecnologia carece de um investimento bastante mais dirigido para o capital humano – inteligência e criatividade – o que se reflete habitualmente em investimentos de menor valor, mas de potencial retorno substancialmente mais elevado face aos negócios de carácter tradicional. Por outro lado, a tecnologia oferece hoje soluções de produtos e serviços que, com alguma facilidade, conseguem garantir escalabilidade no curto e médio prazo, contribuindo para amplificar estes efeitos positivos no negócio as características do fenómeno da globalização que hoje conhecemos.

Apesar de não ter sido recolhida evidência suficiente que permita identificar alguma tendência nas respostas relativamente ao grau de divulgação atual do Capital de Risco em Portugal, é unânime entre os inquiridos, o sentimento de que existe hoje uma maior divulgação deste instrumento quando comparado com o que sucedia há cerca de três décadas, altura em que o CR começou a ganhar alguma expressão no nosso país. Foi igualmente referido o papel importante dos fóruns públicos de debate sobre este tema, onde seja possível potenciar o efeito de demonstração deste produto financeiro, com exemplos concretos de casos que conheceram sucesso, visando a sensibilização dos potenciais utilizadores para as vantagens desta opção de financiamento. É também consensual que o objetivo de promover uma maior divulgação do CR não deverá estar cingido à esfera da iniciativa pública, sendo também um dever dos operadores privados. Por outro lado, a promoção do investimento português em empresas estrangeiras pode também gerar externalidades positivas no contexto nacional, uma vez que poderá permitir a esses investidores conhecerem novos agentes e construir relacionamentos estratégicos que poderão, posteriormente, resultar em investimentos estrangeiros em empresas nacionais, contribuindo para o crescimento do setor.

Quanto aos fatores que influenciam o desenvolvimento das atividades de Capital de Risco em Portugal

- Na ótica do investidor de Capital de Risco

Relativamente às questões que visaram recolher as posições dos inquiridos, quando foi solicitado que estes respondessem na perspetiva dos operadores de CR, a análise empírica permitiu identificar:

- **Tendência forte** para o fator “cultural” ser apontado como **fator restritivo** do desenvolvimento das atividades de CR em Portugal (Questão 7a);
- **Tendência média** para o fator “desenvolvimento do mercado financeiro” ser encarado como **fator restritivo** do desenvolvimento das atividades de CR em território nacional (Questão 7e);
- A impossibilidade de detetar evidência relevante quanto à importância dos restantes aspetos no contexto em análise.

Do ponto de vista do investidor de Capital de Risco, a cultura foi o fator que mereceu principal destaque, o qual está desde logo associado às raízes do país, por norma pouco propensas para o risco. Portugal é, de facto, um país tradicionalmente conservador, o que no contexto do Capital de Risco ganha particular relevância tendo em conta, em primeiro lugar, a reduzida liquidez dos FCR (principalmente, na oferta pública) e o escasso capital do investidor em geral (sobretudo do lado privado), o que se traduz num aumento da sua perceção do risco e numa escolha muito mais ponderada e criteriosa no momento da decisão de investir. Em segundo lugar, importa referir que subsiste em Portugal uma lacuna estrutural relacionada com alguma falta de atitude empreendedora, apesar dos esforços realizados quer pela iniciativa pública, quer pela privada, sobretudo na última década, no sentido de uma maior difusão de informação neste âmbito e também na promoção de um número crescente de programas de aceleração de empresas.

Com menor expressão, mas ainda assim manifestando uma tendência média, surge o desenvolvimento do mercado financeiro como um aspeto que parece restringir as atividades de CR em território nacional. A leitura mais consensual desta condicionante parece estar relacionada com o facto de não dispormos de um mercado financeiro bem estruturado, o que inibe frequentemente a possibilidade do investidor, uma vez terminado o seu período de participação na empresa quando esta atingiu já um determinado grau de maturidade, poder sair em mercado (*exit*), alienando a terceiros os seus direitos de participação.

Relativamente ao ambiente legal, à carga administrativa, à regulação do mercado laboral e ao sistema fiscal, são fatores para os quais não foi possível apurar evidência empírica que permita classificá-los como condicionantes do financiamento através do Capital de Risco.

Apesar de não ter sido recolhida evidência empírica de que o sistema fiscal é atualmente um aspeto que condicione de sobremaneira o desenvolvimento do setor do CR em Portugal, haverá a referir a visão unânime dos inquiridos relativamente à circunstância deste sistema não estar concebido de forma a proporcionar um enquadramento homogéneo e favorável a todos os operadores de CR: a fiscalidade é considerada, em geral, bastante atrativa no caso dos Fundos de Capital de Risco (estão isentos do pagamento de IRC); pouco positiva no caso dos *Business Angels*.

Por outro lado, acresce ainda que, no caso dos Fundos Públicos de Capital de Risco, o seu funcionamento determina que a mobilização desses fundos implique frequentemente encontrar outros operadores de CR, nomeadamente do lado privado, que estejam disponíveis para entrarem em paridade na tomada de participação de forma a permitir a viabilização de um determinado projeto de investimento. Não obstante, considerando a escassez de capital generalizada nos operadores privados de CR e a impossibilidade de estes entrarem em paridade num investimento, o que se verifica na realidade é que uma parte considerável dos montantes afetos a estes fundos ficam efetivamente por mobilizar.

- Na ótica da PME

Destacam-se como principais conclusões acerca dos fatores intrínsecos à realidade das PME com relevo no desenvolvimento das atividades do CR:

- **Tendência forte** para “capitais próprios insuficientes”, para “muito receio de perda de controlo da empresa”, para “poucas competências no domínio financeiro” e para “muito desconhecimento sobre a indústria do CR” (Questões 8a, 8b, 8c e 8e, respetivamente);
- **Tendência média** para “elevado receio de exposição de DPI a terceiros” (Questão 8f);
- Sem tendência relevante que permita identificar evidência da relevância do fator “confiança no financiamento tradicional (bancário)” no presente contexto (Questão 8d).

Na perspetiva das PME, os resultados obtidos foram mais taxativos na medida em que permitiram identificar um maior número de fatores com tendência forte para se concluir que existe evidência empírica desses aspetos no contexto português. Como primeiro fator visado, surge a insuficiência generalizada de capitais próprios, habitualmente associada a empresas que apresentam também reduzidas autonomias financeiras e que tradicionalmente optam por recorrer a crédito bancário no curto prazo como forma de financiamento das suas atividades. Com efeito, estamos perante um quadro de empresas tendencialmente menos alavancadas e que, além de recorrerem a fontes de financiamento tradicional, continuam evidentemente a necessitar de uma solução de capital que lhes permita desencadear as operações necessárias que conduzam ao crescimento do seu negócio (o designado “capital de desenvolvimento”).

O segundo fator que, nesta perspetiva de análise, surge com relevância no panorama português do CR está associado ao receio das empresas poderem perder o controlo da empresa, quer ao nível do capital, quer ao nível da tomada de decisão estratégica. Estamos, mais uma vez, perante um ponto indissociável da aversão cultural do país ao risco, amplificado pela particularidade desta atividade financeira transpor a fronteira dos temas de *governance* que, antes da entrada de um investidor externo na empresa, estavam sob a exclusiva alçada dos seus gestores iniciais. Com efeito, da entrada de um novo sócio na empresa em paridade de direitos, com novas formas de trabalhar que passam frequentemente por incutir uma maior exigência na disciplina, na transparência e na prestação de contas, mas também por iniciar um novo paradigma de trabalho em conjunto na tomada de decisão, resulta que as empresas não manifestem a abertura necessária para compreenderem os benefícios que advêm do facto de enveredarem por esta opção de financiamento, onde se destaca a experiência, os recursos e a rede de contatos dos investidores. Refira-se que, na opinião generalizada dos inquiridos, este receio de perda de controlo da empresa é atualmente mais visível em setores de atividade mais tradicionais, onde existe uma probabilidade superior para as empresas serem geridas em âmbito unifamiliar (tendência para o individualismo), ao invés de empresas tecnológicas, tendencialmente mais jovens, onde os valores para o empreendedorismo e para o codesenvolvimento são bem mais vinculados.

É também, sobretudo, em empresas que operam em setores de atividade mais tradicionais que se detetam maiores limitações relativamente às competências no domínio financeiro. A perspetiva generalizada dos inquiridos é de que este tipo de limitações poderá originar outro tipo de impactos negativos nas características essenciais da gestão

de uma empresa, nomeadamente uma fraca perceção de potenciais novos mercados que possam ser explorados e também de novas oportunidades de negócio.

Um quarto fator para o qual se apurou existir tendência forte para restringir, na ótica das PME, as atividades do Capital de Risco, diz respeito ao elevado desconhecimento que existe sobre esta indústria. Tratando-se de uma atividade em desenvolvimento em Portugal há cerca de 30 anos, este grau de desconhecimento perante o CR é encarado, não tanto como estando associado a este produto financeiro e ao seu significado e utilização, mas sim fundamentalmente na comunicação por parte dos seus vários agentes relativamente às vantagens desta forma de financiamento e aos casos de sucesso que possam motivar e atrair um maior número de potenciais novos utilizadores.

Finalmente, um último aspeto que surge neste estudo com alguma tendência para ser apontado como um fator intrínseco à visão das PME portuguesas e que influencia o desenvolvimento das atividades de CR, reside na existência de algum grau de receio de exposição de Direitos de Propriedade Intelectual perante a entrada de novos sócios no controlo da empresa. No entanto, é também unânime a opinião de que esta não é hoje uma questão crítica neste contexto e que poderá subsistir predominantemente em setores que apresentam um grau elevado de inovação.

Capítulo 4. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

4.1. Conclusões

Ao longo deste Trabalho Final de Mestrado, a questão do acesso ao financiamento por parte das PME foi suficientemente analisada nas suas múltiplas dimensões. O crédito bancário, longe de ser hoje uma fonte de financiamento de fácil acesso e uma opção adequada para todas as empresas como foi outrora, tem colocado uma pressão acrescida nas entidades responsáveis pela dinamização de instrumentos financeiros alternativos que visem suprir as falhas de mercado detetadas e apoiar a estrutura empresarial na prossecução dos seus objetivos de crescimento sustentado e qualificado.

Parece não haver hoje dúvidas, num espectro alargado da sociedade, relativamente à necessidade das PME, que representam 99% da estrutura empresarial portuguesa, conceberem uma estrutura financeira que se reparta equilibradamente entre dívida e capital. É este o principal mote que confere pertinência à consideração do Capital de Risco como opção de financiamento para estas empresas.

Como oportunamente referido, o âmbito desta investigação centrou-se, com base na análise da literatura relevante, na identificação dos fatores que parecem condicionar o desenvolvimento das atividades de Capital de Risco e, conseqüentemente, o crescimento do setor em Portugal. A concretização deste objetivo materializou-se na realização de um estudo empírico, o qual implicou a definição de uma amostra que expresse a sensibilidade dos diversos tipos de atores que intervêm no sistema de financiamento português. Relativamente à metodologia adotada, torna-se inevitável conceder natural destaque à realização de dez entrevistas presenciais a entidades relevantes no contexto do financiamento através do Capital de Risco em Portugal, do lado público e do lado privado, que em muito contribuíram para as conclusões seguidamente apresentadas. Logicamente, a definição de uma amostra da população para estudar o fenómeno do Capital de Risco apela a que as conclusões obtidas neste TFM sejam lidas à luz da representatividade dessa amostra.

Relativamente aos resultados empíricos obtidos, releva-se, em primeiro lugar, a existência de forte evidência empírica do fator “cultural” e, em grau moderado, do “desenvolvimento do mercado financeiro” como fatores restritivos do financiamento na ótica dos investidores de CR. Com efeito, o primeiro fator foi unanimemente referenciado durante a fase de entrevistas presenciais como sendo aquele aspeto que determina o comportamento do setor em Portugal: um país tremendamente adverso ao risco, de

reduzida liquidez nos Fundos de Capital de Risco e onde escasseia o capital nos operadores privados. A escolha dos projetos de investimento é, nesta medida, bastante criteriosa em virtude da elevada perceção do risco por parte de quem investe.

Em segundo lugar, ainda na ótica dos investidores de CR, a investigação empírica levada a cabo permitiu concluir, muito concretamente, que os aspetos associados à envolvente institucional do financiamento (enquadramento legal, administrativo e fiscal), sendo dimensões importantes, não são, contudo, consideradas determinantes para o eventual sucesso da atividade de CR em Portugal. Com efeito, iniciativas como o *Portugal FinLab*⁷ e como o Programa *Capitalizar*⁸ – a primeira intervindo no apoio à regulação através de um acompanhamento próximo de uma seleção de empresas em início de atividade no sentido de compreender *in loco* as suas principais dificuldades; a segunda atuando na simplificação administrativa e no enquadramento sistémico, mas também na fiscalidade – são exemplos de medidas concebidas pela intervenção pública com o objetivo de mitigar a preponderância de eventuais obstáculos que subsistam no enquadramento institucional para a atividade do Capital de Risco e para o financiamento, em geral.

Por outro lado, a análise empírica levada a cabo mostra-nos também que, quando questionadas relativamente àquilo que é o seu entendimento da perceção das PME quanto às principais características dessas empresas que possam influenciar a sua capacidade de recorrerem a financiamento, as entidades inquiridas foram claras ao afirmar que a “insuficiência de capitais próprios” é um constrangimento real da estrutura empresarial portuguesa, onde predomina sobretudo o “elevado receio de perda do controlo da empresa” que advém de uma certa tendência destes empresários para o individualismo na tomada de decisão, ao qual também não é alheia a circunstância de uma quota parte de empresas em Portugal ter sido fundada e ser ainda gerida em contexto familiar.

Adicionalmente, conclui-se que uma parte expressiva das PME detém “poucas competências no domínio financeiro”, o que se manifesta na sua capacidade de entender o negócio e explorar eventuais novas oportunidades de crescimento. Através da análise empírica realizada, apurou-se ainda existir forte evidência de que subsiste “muito desconhecimento sobre a indústria do CR” e, em menor grau, alguma tendência para as

⁷ Iniciativa promovida pelo Banco de Portugal, pela CMVM, pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões e pela Portugal Fintech (Banco de Portugal; CMVM; ASF; Portugal Fintech, 2018).

⁸ Programa criado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º42/2016 (Governo Português, 2016).

PME manifestarem “receio de exposição de Direitos de Propriedade Intelectual” aos investidores de Capital de Risco.

As conclusões anteriormente apresentadas permitem compreender que existe ainda um caminho por percorrer no sentido do país criar mais e melhores oportunidades às PME no acesso ao financiamento, em particular relativamente ao Capital de Risco, mas também, por outro lado, no sentido de gerar condições mais favoráveis na envolvente que aproximem os investidores privados destas empresas. Neste capítulo, apontamos como pistas de reflexão alguns domínios nos quais o Estado deverá intervir ao nível da Política Pública no sentido de criar mecanismos que salvaguardem um melhor contexto para esta atividade:

- um enquadramento favorável para a profissionalização da classe de investidor de CR, que permita a esses profissionais dedicarem integralmente o seu tempo a esta atividade, na medida em que são escassos os BA e as SCR em Portugal;

- a conceção de um sistema fiscal que não discrimine *Business Angels* e que lhes conceda incentivos tão atrativos como o que sucede no caso dos Fundos de Capital de Risco;

- uma oferta mais favorável de incentivos fiscais para o investimento destinada aos residentes permanentes em Portugal, semelhante ao que acontece no caso dos residentes não habituais, os quais beneficiam hoje de um sistema fiscal bastante mais positivo;

- uma promoção categórica do ensino para o empreendedorismo como um dos pilares centrais da educação para a cidadania, desde o ensino obrigatório e, simultaneamente, a conceção de um verdadeiro sistema integrado de educação entre escolas, universidades e empresas, que torne possível a qualquer jovem, uma vez na posse de uma ideia inovadora, poder desenvolver o seu negócio e criar a sua empresa, com um apoio efetivo que lhe permita aplicar na realidade os valores para o empreendedorismo que lhe foram, desde cedo, inculcados.

A constatação de que existe uma margem substancial para uma melhoria no enquadramento nacional para o Capital de Risco não abrange apenas a esfera de intervenção pública, mas também os operadores privados de Capital de Risco:

- cabe-lhes também a eles o papel da divulgação do Capital de Risco enquanto instrumento financeiro que está disponível, em determinadas condições, para as PME

portuguesas, promovendo sessões de debate e de difusão de casos de investimento de sucesso;

– é também seu dever zelar pela transparência na relação que mantêm com os gestores da empresa participada, na medida em que a concretização de determinado negócio só é possível uma vez que a outra parte – o empreendedor – detém uma ideia concreta para um produto ou serviço diferenciador, de valor para o negócio, e de alto potencial de retorno, pelo que é essencial que também o investidor procure esse equilíbrio no relacionamento. Com efeito, Banha (2011) acrescenta a este título que “*o mundo do empreendedorismo e do CR é difícil e os conflitos são inevitáveis*”, razão pela qual “*deveria estar subjacente uma determinada atitude ética para criar confiança e melhorar a colaboração entre as partes envolvidas*”.

Em suma, estamos convictos de que este Trabalho Final de Mestrado prestou dois competentes contributos para o entendimento geral do contexto português do Capital de Risco:

1 – ao procurar entender em detalhe e concluir quais os seus principais condicionantes, quer na ótica do operador de CR, quer na ótica da PME;

2 – ao apresentar domínios concretos onde, quer os agentes públicos, quer os operadores privados, possam melhorar o seu desempenho no sentido da criação de um enquadramento mais favorável para as atividades de CR.

4.2. Restrições

Enquanto Trabalho desenvolvido em contexto académico, esta investigação apresentou naturalmente algumas restrições.

Em primeiro lugar, referiremos a limitação, quer ao nível do tempo disponível para a realização deste Trabalho, quer relativamente ao número máximo admissível de páginas de texto, que implicou, desde logo, uma decisão clara ao nível da definição da amostra a estudar, tendo-se optado por inquirir somente a perspetiva da oferta e não a perspetiva da procura de financiamento (PME).

Podemos, portanto, assumir que a premissa anterior tem impacto direto na leitura dos resultados empíricos obtidos, os quais apesar de espelharem opiniões diversas e abrangentes na esfera da ação pública e também privada, não permitem afirmar que retratam com exatidão a perspetiva da totalidade da população de interesse neste contexto.

Daqui resulta que a leitura dos resultados da análise empírica não deverá desprezar o facto da amostra ser constituída por dez observações e estar dirigida à oferta de financiamento.

Por outro lado, podemos presumir ainda que, caso se tivesse procedido a uma distinção clara entre as duas terminologias universais para a expressão portuguesa “Capital de Risco” no enunciado das questões do inquérito por questionário – nomeadamente “*Venture Capital*” e “*Private Equity*” – poderiam ter sido obtidos resultados distintos dos verificados, circunstância que possibilitaria provavelmente a obtenção de outro tipo de conclusões tendo em conta as duas modalidades de investimento e as fases do ciclo de vida das empresas onde por norma essas modalidades costumam operar. Mais uma vez, justifica-se a opção por apresentar somente a expressão global “Capital de Risco” ao invés das duas distintas modalidades referidas, uma vez que ao incorreremos nessa distinção, estaríamos na realidade a acrescentar um grau suplementar de complexidade à análise, certamente incompatível com o número de páginas admissível neste Trabalho.

4.3. Recomendações e trabalhos futuros

Como recomendações para trabalhos de investigação futura, começamos por sugerir o alargamento da amostra do lado da oferta, tentando inquirir mais operadores de financiamento – sobretudo do lado privado – com o intuito de aferir se as conclusões aqui obtidas se mantêm válidas.

Uma segunda recomendação reside na utilização da mesma metodologia aqui adotada, mas agora aplicada ao ambiente da procura, procurando inquirir as PME portuguesas relativamente aos fatores condicionantes identificados no contexto do financiamento através do Capital de Risco.

Finalmente, uma última sugestão para trabalhos futuros passará por proceder a uma tentativa de identificação de outros fatores, não contemplados neste Trabalho, e que se constatem poderem ser determinantes no sucesso da indústria portuguesa de Capital de Risco.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Andrez, J., 2006. O confronto entre a Dimensão Individual e a Dimensão Competitiva das PME ou como as pequenas empresas podem ser "grandes" competitivamente. *O Economista*, Setembro.
- Andrez, J., 2012. Uma Política Económica Específica para as PME. *O Economista*, Outubro.
- Andrez, J., 2018. Programa Operacional Competitividade e Internacionalização. *O Economista*, Setembro.
- Augusto, M., 2014. Trabalho Final de Mestrado. *O Financiamento das PME através do Capital de Risco*. Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade de Lisboa: s.n.
- Banco de Portugal; CMVM; ASF; Portugal Fintech, 2018. *Portugal FinLab*. [Online] Available at: <https://www.portugalfinlab.org/> [Acedido em Abril 2019].
- Banha, F., 2011. *Relação entre Business Angels e Sociedades de Capital de Risco*. [Online] Available at: <http://franciscobanha.com/2011/12/10/relacao-entre-business-angels-e-sociedades-de-capital-de-risco/> [Acedido em Outubro 2019].
- Baptista, P., 2013. Trabalho Final de Mestrado. *Evolução das Políticas Públicas de Apoio às PME, em Portugal*. Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade de Lisboa: s.n.
- Bogdan, R. C. & Biklen, S. K., 1999. *Investigação Qualitativa em Educação*. s.l.:Porto Editora.
- CMVM, 2018. *Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2017*, s.l.: s.n.

- Coase, 1937. The Nature of the Firm. Novembro, pp. 386-405.
- Comissão Europeia, 1996. Recomendação da Comissão de 3 de Abril de 1996 relativa à definição de pequenas e médias empresas. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, Abril.
- Comissão Europeia, 2000. Carta Europeia das Pequenas Empresas.
- Comissão Europeia, 2003. Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de pequenas e médias empresas. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, Maio.
- Comissão Europeia, 2005a. The New SME Definition: User Guide and Model Declaration.
- Comissão Europeia, 2005b. Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Modernizar a Política das PME para o Crescimento e para o Emprego.
- Comissão Europeia, 2007. *Presidência Portuguesa do Conselho - Uma união mais forte para um mundo melhor. Julho a Dezembro de 2007..* [Online] Available at: <https://infoeuropa.eu/ocid.pt/registo/000038660/documento/0001/> [Acedido em Maio 2018].
- Comissão Europeia, 2008. «Think Small First», Um «Small Business Act» para a Europa. 25 Junho.
- Comissão Europeia, 2015. Guia do utilizador relativo à definição de PME.
- Comissão Europeia, 2017. 2017 SBA Fact Sheet - Portugal.
- Comissão Europeia, 2019. *A UE em 2018: Relatório Geral sobre a Actividade da União Europeia*, s.l.: Serviço das Publicações.

- Comissão Europeia, s.d. *Fundos Europeus Estruturais e de Investimento*. [Online] Available at: https://ec.europa.eu/info/funding-tenders/funding-opportunities/funding-programmes/overview-funding-programmes/european-structural-and-investment-funds_pt [Acedido em 2018 Março].
- Firoozmand, S., Haxel, P., Lung, E. & Suominen, K., 2015. State of SME Finance in the United States in 2015. Março.
- Gesventure, 2018a. *I - O que é o Capital de Risco?*. [Online] Available at: https://gesventure.pt/cap_risco/faqs/pdfs/I.pdf [Acedido em Setembro 2018].
- Gesventure, 2018b. *II - O que são as sociedades de capital de risco*. [Online] Available at: http://www.gesventure.pt/cap_risco/faqs/pdfs/II.pdf [Acedido em Setembro 2018].
- Gornall, W. & Strebulaev, I., 2015. The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies. Novembro.
- Governo Português, 2016. *Programa Capitalizar*. [Online] Available at: <http://capitalizar.pt/> [Acedido em Abril 2019].
- IAPMEI & APCRI, 2006. *Guia Prático do Capital de Risco*. s.l.:s.n.
- IFD, 2017. *Glossário*. [Online] Available at: <http://www.ifd.pt/pt/glossario/> [Acedido em Abril 2018].
- INE, s.d. *O que se considera uma PME (Pequena e média empresa)?*. [Online] Available at: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_faqs&FAQSfaq_boui=64092016&FAQSmodo=1&xlang=pt [Acedido em Maio 2018].

- Karadag, H., 2016. The Role of SMEs and Entrepreneurship on Economic Growth in Emerging Economies within the Post-Crisis Era: an Analysis from Turkey. *Journal of Small Business and Entrepreneurship Development*, Junho, 44(1), pp. 22-31.
- LC Ventures & FNABA, 2019. *Portugal Investment Report 2018-1S2019*, s.l.: s.n.
- Lerner, J. & Tag, J., 2013. Institutions and Venture Capital. *Industrial and Corporate Change*, 22(1), pp. 153-182.
- Mamede, R., Fernandes, T. & Silva, A. A., 2013. *Análise contrafactual dos impactos dos incentivos do POE/PRIME na sobrevivência e no crescimento das empresas*, s.l.: Observatório do QREN.
- Mateus, A., 2003. *A Teoria e a Prática das Políticas Públicas de Apoio ao Desenvolvimento Empresarial (Texto de apoio)*. s.l.: Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade de Lisboa.
- Muller, P. et al., 2014. *A Partial and Fragile Recovery: Annual Report on European SMEs 2013/2014, Final Report*, s.l.: Publications Office.
- OCDE, 2018a. *Enhancing SME access to diversified financial instruments, Discussion Paper, Plenary Session 2*. Cidade do México, s.n.
- OCDE, 2018b. *Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard (Highlights)*, s.l.: s.n.
- Pereira, M., 2008. Tese de Mestrado. *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais. A Perspectiva do Capital de Risco*. Faculdade de Economia, Universidade do Porto: s.n.

- Santana, B., Braga, J., Souza, P. & Bermudes, W., 2015. *Tipos de escalas utilizadas em pesquisas e suas aplicações*. Centro de Ciências Agrárias, Universidade Federal do Espírito Santo: s.n.
- Santos, J., 2018. *ECO, Economia Online* [Entrevista] (20 Fevereiro 2018).
- Schneider, D. K., 2005. *Fundamental empirical research principles*. University of Geneva: s.n.
- Silva, D., 2016. *A Indústria do Capital de Risco em Portugal: A Influência do Investimento de Capital de Risco nas Empresas*. Católica Porto Business School: s.n.
- Ständer, P., 2017. *Public Policies to Promote Venture Capital: How To Get National and EU Measures in Sync*. Policy Paper ed. Berlim: Jacques Delors Institut.

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo A: Princípios do “Small Business Act”

Anexo B: Diagrama de Fluxos de Financiamento em Portugal

Anexo C: Amostra de Entidades Entrevistadas e Seus Representantes

Anexo D: Questionário

Anexo E: Quadro-resumo das Respostas Obtidas Através de Questionário

Anexo F: Análise Empírica dos Resultados Obtidos Através de Questionário

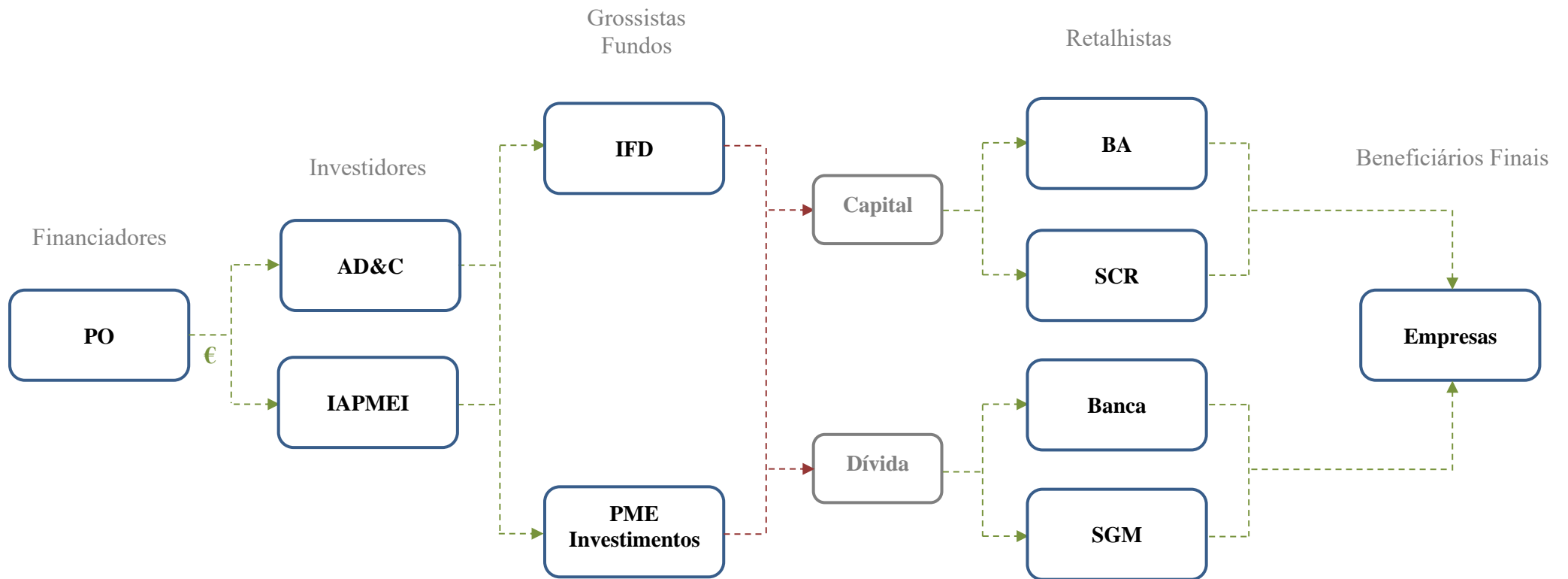
ANEXO A: PRINCÍPIOS DO “SMALL BUSINESS ACT”

10 princípios para guiar a conceção e a aplicação das políticas a nível da UE e dos Estados-Membros:

- I. Criar um ambiente em que os empresários e as empresas familiares possam prosperar e o empreendedorismo seja recompensado
- II. Garantir que os empresários honestos que tenham falido disponham rapidamente de uma segunda oportunidade
- III. Conceber regras de acordo com o princípio «Think Small First»
- IV. Tornar as administrações públicas aptas a responder às necessidades das PME
- V. Adaptar os instrumentos das políticas públicas às necessidades das PME: facilitar a participação das PME no mercado dos contratos públicos e utilizar melhor as possibilidades dos auxílios estatais em favor das PME
- VI. Facilitar o acesso das PME ao financiamento e criar um ambiente legal e empresarial favorável à pontualidade dos pagamentos nas transações comerciais
- VII. Ajudar as PME a aproveitar melhor as oportunidades oferecidas pelo mercado único
- VIII. Promover o reforço das qualificações nas PME e todas as formas de inovação
- IX. Permitir às PME transformar desafios ambientais em oportunidades
- X. Apoiar as PME e incentivá-las a tirar partido do crescimento dos mercados

Fonte: Comissão Europeia, 2008.

ANEXO B: DIAGRAMA DE FLUXOS DE FINANCIAMENTO EM PORTUGAL



LEGENDA:

PO – Programas Operacionais

AD&C – Agência para o Desenvolvimento e Coesão

IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação

IFD – Instituição Financeira para o Desenvolvimento

BA – *Business Angels*

SCR – Sociedades de Capital de Risco/Sociedades Gestoras de Fundos de CR

SGM – Sociedades de Garantia Mútua

Fonte: O autor, a partir de informações obtidas durante as entrevistas realizadas.

ANEXO C: AMOSTRA DE ENTIDADES ENTREVISTADAS E SEUS REPRESENTANTES

Entidade	Entrevistado	Função
IAPMEI	André Março	Diretor - Direção de Capacitação Empresarial
COMPETE 2020	Fernando Alfaiate	Vogal do Conselho de Administração
Lisgarante - SGM	Luís Filipe Costa	Presidente do Conselho de Administração
Portugal Ventures	Rita Marques	CEO
PME Investimentos	Marco Fernandes	Presidente do Conselho de Administração
IFD	Henrique Cruz	Presidente da Comissão Executiva
Novabase Capital	Henrique Gomes	Investments Analyst
<i>Business Angel</i>	Francisco Banha	BA, Presidente Emérito da FNABA
<i>Business Angel</i>	Paulo Caetano	BA, Ex-Presidente da APCRI
<i>Business Angel</i>	Pedro Falcão	BA, Board Member da FNABA, Managing Partner da LC Ventures

Fonte: O autor.

ANEXO D: QUESTIONÁRIO

Este questionário é constituído por questões de resposta fechada, onde se pretende uma resposta objetiva numa escala de 1 a 5, correspondendo os extremos da escala aos significados indicados entre parênteses em cada pergunta.

Sobre o contexto nacional da indústria de Capital de Risco:

1. Como classifica o ambiente económico em Portugal no que respeita ao acesso ao financiamento por parte das PME?

[1-“Muito restritivo”, 5-“Muito facilitador”]

Resposta:

2. Considera que, hoje em dia, o Capital de Risco constitui uma das opções naturais de financiamento para as PME portuguesas?

[1-“Nunca”, 5-“Sempre”]

Resposta:

3. Qual é, em sua opinião, o grau de divulgação do Capital de Risco enquanto instrumento financeiro disponível para as PME portuguesas?

[1-“Pouco divulgado”, 5-“Muito divulgado”]

Resposta:

4. Na sua opinião, o investimento nas PME através do Capital de Risco, em Portugal, tende a ser explorado, atualmente, no seu máximo potencial?

[1-“Mínimo”, 5-“Máximo”]

Resposta:

5. Que setores de atividade estão hoje mais vocacionados para atrair investidores de Capital de Risco, em Portugal?

[1-“Baixa intensidade tecnológica”, 5-“Alta intensidade tecnológica”]

Resposta:

6. Como compara atualmente o financiamento do investimento através do Capital de Risco em Portugal com aquele que se verifica na Europa?

[1-“Pouco desenvolvido”, 5-“Muito desenvolvido”]

Resposta:

Sobre os fatores que influenciam o desenvolvimento das atividades de Capital de Risco:

7. Na ótica do investidor de Capital de Risco e atendendo a uma escala de 1 a 5 [onde:

1-“Restringe muito”, 5-“Facilita muito”], como classifica os seguintes fatores no âmbito do sucesso do Capital de Risco, em Portugal?

- | | |
|--|-----------------|
| a) Cultural | Resposta: |
| b) Ambiente legal | Resposta: |
| c) Carga administrativa | Resposta: |
| d) Sistema fiscal | Resposta: |
| e) Desenvolvimento do mercado financeiro | Resposta: |
| f) Desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal | Resposta: |
| g) Regulação do mercado laboral | Resposta: |
| h) | |
| i) | |

8. Na ótica da PME, avalie agora os seguintes fatores intrínsecos à realidade das PME, numa escala de 1 a 5, de acordo com os significados indicados entre parênteses:

- | | |
|---|-----------------|
| a) Suficiência de capitais próprios
[1-“Muito insuficientes”, 5-“Muito suficientes”] | Resposta: |
| b) Receio de perda de controlo da Empresa
[1-“Muito receio”, 5-“Pouco receio”] | Resposta: |
| c) Competências no domínio financeiro
[1-“Poucas competências, 5-“Muitas competências”] | Resposta: |
| d) Confiança no financiamento tradicional (bancário)
[1-“Muita desconfiança”, 5-“Muita confiança”] | Resposta: |
| e) Conhecimento sobre a indústria do Capital de Risco
[1-“Muito desconhecimento”, 5-“Muito conhecimento”] | Resposta: |
| f) Receio de exposição de Direitos de Propriedade Intelectual a terceiros
[1-“Elevado receio”, 5-“Baixo receio”] | Resposta: |
| g) | |
| h) | |

Fonte: O autor.

ANEXO E: QUADRO-RESUMO DAS RESPOSTAS OBTIDAS ATRAVÉS DE QUESTIONÁRIO

Questões	Escala	Respostas									
		Entrevistado 1	Entrevistado 2	Entrevistado 3	Entrevistado 4	Entrevistado 5	Entrevistado 6	Entrevistado 7	Entrevistado 8	Entrevistado 9	Entrevistado 10
Sobre o contexto nacional da indústria de Capital de Risco:											
1. Como classifica o ambiente económico em Portugal no que respeita ao acesso ao financiamento por parte das PME?	1-“Muito restritivo”, 5-“Muito facilitador”	3	4	2	4	3	2	3	3	2	2
2. Considera que, hoje em dia, o Capital de Risco constitui uma das opções naturais de financiamento para as PME portuguesas?	1-“Nunca”, 5-“Sempre”	2	3	2	5	2	2	2	3	5	2
3. Qual é, em sua opinião, o grau de divulgação do Capital de Risco enquanto instrumento financeiro disponível para as PME portuguesas?	1-“Pouco divulgado”, 5-“Muito divulgado”	3	2	3	3	2	3	4	3	4	3
4. Na sua opinião, o investimento nas PME através do Capital de Risco, em Portugal, tende a ser explorado, atualmente, no seu máximo potencial?	1-“Mínimo”, 5-“Máximo”	2	3	1	3	2	1	2	2	3	2
5. Que setores de atividade estão hoje mais vocacionados para atrair investidores de Capital de Risco, em Portugal?	1-“Baixa intensidade tecnológica”, 5-“Alta intensidade tecnológica”	4	5	5	4	4	5	5	4	4	5
6. Como compara atualmente o financiamento do investimento através do Capital de Risco em Portugal com aquele que se verifica na Europa?	1-“Pouco desenvolvido”, 5-“Muito desenvolvido”	2	2	2	3	2	2	2	3	4	1

Questões	Escala	Respostas									
		Entrevistado 1	Entrevistado 2	Entrevistado 3	Entrevistado 4	Entrevistado 5	Entrevistado 6	Entrevistado 7	Entrevistado 8	Entrevistado 9	Entrevistado 10
Sobre os fatores que influenciam o desenvolvimento das atividades de Capital de Risco:											
7. Na ótica do investidor de Capital de Risco e atendendo a uma escala de 1 a 5 [onde: 1-“Restringe muito”, 5-“Facilita muito”], como classifica os seguintes fatores ambientais no âmbito do sucesso do Capital de Risco, em Portugal?											
a) Cultural	1-“Restringe muito”, 5-“Facilita muito”	2	1	2	2	2	1	2	3	3	1
b) Ambiente legal		3	3	3	4	4	3	3	3	4	5
c) Carga administrativa		4	4	2	3	3	3	4	3	3	4
d) Sistema fiscal		3	3	3	3	4	3	2	3	5	3
e) Desenvolvimento do mercado financeiro		2	3	1	3	2	1	2	2	4	2
f) Desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal		2	3	2	2	4	2	3	3	3	1
g) Regulação do mercado laboral		4	4	4	3	3	3	3	3	3	2

Questões	Escala	Respostas									
		Entrevistado 1	Entrevistado 2	Entrevistado 3	Entrevistado 4	Entrevistado 5	Entrevistado 6	Entrevistado 7	Entrevistado 8	Entrevistado 9	Entrevistado 10
8. Na ótica da PME , avalie agora os seguintes fatores intrínsecos à realidade das PME, numa escala de 1 a 5, de acordo com os significados indicados entre parênteses:											
a) Suficiência de capitais próprios	1-“Muito insuficientes”, 5-“Muito suficientes”	2	2	1	2	1	2	3	2	2	2
b) Receio de perda de controlo da Empresa	1-“Muito receio”, 5-“Pouco receio”	2	1	2	2	2	1	2	2	2	2
c) Competências no domínio financeiro	1-“Poucas competências”, 5-“Muitas competências”	3	2	2	2	2	2	3	3	2	2
d) Confiança no financiamento tradicional (bancário)	1-“Muita desconfiança”, 5-“Muita confiança”	3	4	3	4	4	4	1	3	3	5
e) Conhecimento sobre a indústria do Capital de Risco	1-“Muito desconhecimento”, 5-“Muito conhecimento”	2	1	1	2	2	1	2	3	3	1
f) Receio de exposição de Direitos de Propriedade Intelectual a terceiros	1-“Elevado receio”, 5-“Pouco receio”	2	2	2	2	2	1	3	3	3	3

Fonte: O autor, com base nas respostas obtidas através de questionário.

ANEXO F: ANÁLISE EMPÍRICA DOS RESULTADOS OBTIDOS ATRAVÉS DE QUESTIONÁRIO

Questões	Escala / Distribuição das Respostas (%)					Resposta Média	Desvio-Padrão	Intervalo		Conclusão	Questões
	1	2	3	4	5			Lim. Inf.	Lim. Sup.		
Sobre o contexto nacional da indústria de Capital de Risco:											
1. Como classifica o ambiente económico em Portugal no que respeita ao acesso ao financiamento por parte das PME?	"Muito restritivo" 0%	40%	40%	20%	"Muito facilitador" 0%	2.80	0.79	2.01	3.59	Sem tendência relevante	1.
2. Considera que, hoje em dia, o Capital de Risco constitui uma das opções naturais de financiamento para as PME portuguesas?	"Nunca" 0%	60%	20%	0%	"Sempre" 20%	2.80	1.23	1.57	4.03	Sem tendência relevante. Duas observações com resposta "5" a produzirem impacto significativo nesta conclusão	2.
3. Qual é, em sua opinião, o grau de divulgação do Capital de Risco enquanto instrumento financeiro disponível para as PME portuguesas?	"Pouco divulgado" 0%	20%	60%	20%	"Muito divulgado" 0%	3.00	0.67	2.33	3.67	Sem tendência relevante	3.
4. Na sua opinião, o investimento nas PME através do Capital de Risco, em Portugal, tende a ser explorado, atualmente, no seu máximo potencial?	"Mínimo" 20%	50%	30%	0%	"Máximo" 0%	2.10	0.74	1.36	2.84	Tendência forte para "o investimento nas PME através do Capital de Risco tender a ser explorado atualmente abaixo do seu máximo potencial"	4.
5. Que setores de atividade estão hoje mais vocacionados para atrair investidores de Capital de Risco, em Portugal?	"Baixa Intensidade Tecnológica" 0%	0%	0%	50%	"Alta Intensidade Tecnológica" 50%	4.50	0.53	3.97	5.03	Tendência forte para "Alta Intensidade Tecnológica"	5.
6. Como compara atualmente o financiamento do investimento através do Capital de Risco em Portugal com aquele que se verifica na Europa?	"Pouco desenvolvido" 10%	60%	20%	10%	"Muito desenvolvido" 0%	2.30	0.82	1.48	3.12	Tendência média para "Capital de Risco em Portugal pouco desenvolvido quando comparado com a Europa"	6.

Questões	Escala / Distribuição das Respostas (%)					Resposta Média	Desvio-Padrão	Intervalo		Conclusão	Questões
	1	2	3	4	5			Lim. Inf.	Lim. Sup.		
Sobre os fatores que influenciam o desenvolvimento das atividades de Capital de Risco:											
7. Na ótica do investidor de Capital de Risco e atendendo a uma escala de 1 a 5 [onde: 1-“Restringe muito”, 5-“Facilita muito”], como classifica os seguintes fatores ambientais no âmbito do sucesso do Capital de Risco, em Portugal?	"Restringe muito"				"Facilita muito"						7.
a) Cultural	30%	50%	20%	0%	0%	1.90	0.74	1.16	2.64	Tendência forte para ser considerado fator restritivo	a)
b) Ambiente legal	0%	0%	60%	30%	10%	3.50	0.71	2.79	4.21	Sem tendência relevante	b)
c) Carga administrativa	0%	10%	50%	40%	0%	3.30	0.67	2.63	3.97	Sem tendência relevante	c)
d) Sistema fiscal	0%	10%	70%	10%	10%	3.20	0.79	2.41	3.99	Sem tendência relevante	d)
e) Desenvolvimento do mercado financeiro	20%	50%	20%	10%	0%	2.20	0.92	1.28	3.12	Tendência média para ser considerado fator restritivo	e)
f) Desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal	10%	40%	40%	10%	0%	2.50	0.85	1.65	3.35	Sem tendência relevante	f)
g) Regulação do mercado laboral	0%	10%	60%	30%	0%	3.20	0.63	2.57	3.83	Sem tendência relevante	g)

Questões	Escala / Distribuição das Respostas (%)					Resposta Média	Desvio-Padrão	Intervalo		Conclusão	Questões
	1	2	3	4	5			Lim. Inf.	Lim. Sup.		
8. Na ótica da PME, avalie agora os seguintes fatores intrínsecos à realidade das PME, numa escala de 1 a 5, de acordo com os significados indicados entre parênteses:											8.
a) Suficiência de capitais próprios	"Muito insuficientes" 20%	70%	10%	0%	"Muito suficientes" 0%	1.90	0.57	1.33	2.47	Tendência forte para "capitais próprios insuficientes"	a)
b) Receio de perda de controlo da Empresa	"Muito receio" 20%	80%	0%	0%	"Pouco receio" 0%	1.80	0.42	1.38	2.22	Tendência forte para "muito receio de perda de controlo da Empresa"	b)
c) Competências no domínio financeiro	"Poucas competências" 0%	70%	30%	0%	"Muitas competências" 0%	2.30	0.48	1.82	2.78	Tendência forte para "poucas competências financeiras"	c)
d) Confiança no financiamento tradicional (bancário)	"Muita desconfiança" 10%	0%	40%	40%	"Muita confiança" 10%	3.40	1.07	2.33	4.47	Sem tendência relevante	d)
e) Conhecimento sobre a indústria do Capital de Risco	"Muito desconhecimento" 40%	40%	20%	0%	"Muito conhecimento" 0%	1.80	0.79	1.01	2.59	Tendência forte para "muito desconhecimento sobre a indústria do Capital de Risco"	e)
f) Receio de exposição de Direitos de Propriedade Intelectual a terceiros	"Elevado receio" 10%	50%	40%	0%	"Pouco receio" 0%	2.30	0.67	1.63	2.97	Tendência média para "elevado receio de exposição de Direitos de Propriedade Intelectual a terceiros"	f)

Fonte: O autor, com base nas respostas obtidas através de questionário e no tratamento estatístico levado a cabo neste TFM.