

Em Análise

O Financiamento das PME: Alternativas ao Crédito Bancário¹

Fábio Batista² e Tomás Virtuoso³

O financiamento de uma economia, embora não sendo uma condição suficiente, é indiscutivelmente uma condição necessária para a capacidade de crescimento da mesma. Assim, esta nota pretende apresentar algumas das alternativas mais relevantes à fonte de financiamento mais comum na economia portuguesa, o crédito bancário. Começando por descrever brevemente o atual enquadramento da estrutura de financiamento das PME portuguesas e por apontar algumas das vantagens mais notórias de um processo de diversificação das fontes de financiamento, elencamos posteriormente outras formas de financiar a atividade das PME portuguesas, tais como o financiamento colaborativo⁴, o capital de risco e os “business angels”. Não fazendo nenhum juízo sobre a adequabilidade do recurso ao financiamento bancário, pretendemos apenas disponibilizar, de uma forma concentrada, alguma informação caracterizadora de certas alternativas de financiamento para as PME portuguesas.

1. Introdução

Tendo a intenção de neste artigo passar em revista algumas das formas alternativas de financiamento que estão hoje ao dispor das pequenas e médias empresas (PME) portuguesas, é relevante começarmos por caracterizar a atual estrutura de financiamento dessas empresas, analisando alguns dos principais indicadores económico-financeiros relacionados com as condições de financiamento que enfrentam, e por identificar as principais e mais distintivas vantagens de se proceder a uma diversificação das fontes de financiamento.

1.1. A situação atual do financiamento das PME portuguesas

Numa economia como a portuguesa, altamente dependente do desempenho económico das pequenas e médias empresas, é essencial garantir uma adequada capacidade de financiamento das mesmas, porquanto disso depende a sua robustez financeira e, assim, a sua capacidade de investir e de gerar cada vez mais valor.

No momento presente, podemos retirar algumas conclusões de uma análise não excessivamente pormenorizada mas suficientemente informativa da estrutura de financiamento das PME portuguesas. Na verdade, é clara a existência de um muito elevado endividamento das sociedades não financeiras, tendo-se verificado entre 2000 e 2015, um considerável aumento do mesmo dos 83,9% em fins de 2000 para os atuais 111,0% (tal como pode ser verificado no gráfico 1)⁵. Mais ainda, é notória uma tendência clara para a forte preponderância dos empréstimos como instrumento de endividamento mais usado por parte das empresas não financeiras, verificando-se, em sentido contrário, uma baixa relevância no volume de títulos de dívida assumidos como meio de financiamento empresarial (veja-se o gráfico 2).

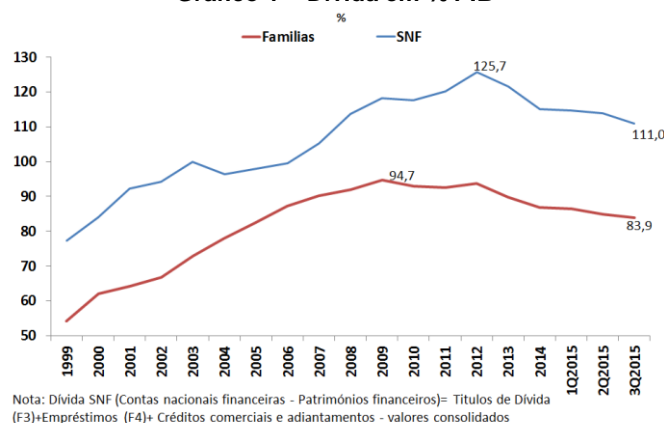
¹ As opiniões expressas não coincidem necessariamente com a posição do Ministério da Economia. Os autores agradecem os comentários de Ana Gouveia, Ana Martins e Ricardo Pinheiro Alves.

² Gabinete de Estratégia e Estudos, Ministério da Economia e ISCTE – IUL.

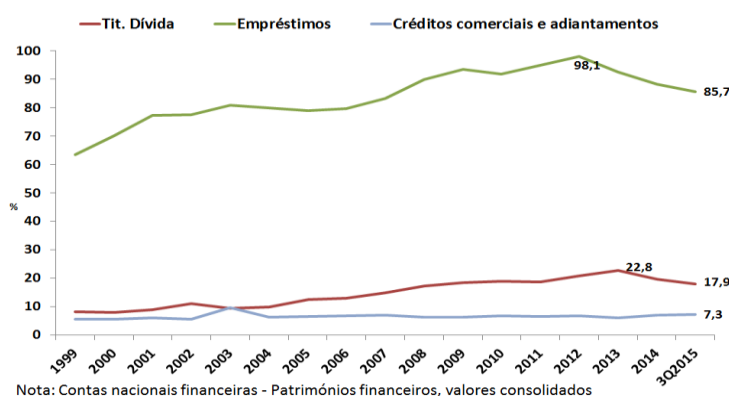
³ Gabinete de Estratégia e Estudos, Ministério da Economia e Católica-Lisbon SBE.

⁴ Vulgo “crowdfunding”.

⁵ Sendo que já se verificou apesar de tudo uma recente diminuição dos 125,7% em 2012 para os valores atuais de 111,0%.

Gráfico 1 – Dívida em % PIB

Fonte: BdP, Gráfico retirado de Painel sobre endividamento – GEE

Gráfico 2 – Endividamento das empresas não financeiras por instrumento, % PIB

Fonte: BdP, Gráfico retirado de Painel sobre endividamento – GEE

Por outro lado, ao observarmos a estrutura de financiamento empresarial enquadrada na composição total do seu ativo (observe-se a tabela 1), podemos verificar uma certa mitigação dessa importância relativa dos financiamentos obtidos nas PME's portuguesas, não só pelo nível de financiamento por via das ações e outras participações mas também pela evolução verificada no período de 2009 a 2014. É interessante notar como, dependendo da dimensão da empresa, o trajeto percorrido foi, de certa forma, inverso. Se as PME's procederam a um reforço da sua obtenção de meios financeiros por via de participações acionistas, encontrando-se agora menos dependentes de outras rubricas de financiamento, como os créditos comerciais ou outros financiamentos, já as grandes empresas viram a sua dependência de capitais alheios, nomeadamente ao nível dos financiamentos obtidos, aumentar de forma considerável, agravando ainda mais a maior relevância que essa rubrica tem na orgânica global de financiamento do seu ativo.

Tabela 1 – Estrutura de financiamento em % do ativo total

Fontes de financiamento/Sources of funding (%)	PMEs/Small and medium corporations							Grandes empresas/Large corporations						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Δ2009-14	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Δ2009-14
Acções e outras participações/Equity	27,3	27,9	26,9	26,7	28,4	30,9	3,6	32,7	36,6	35,7	34,8	33,4	31,9	-0,8
Financiamento obtido/Obtained Funding	37,8	40,0	40,4	41,9	40,0	37,7	-0,1	35,9	35,4	38	39,1	39,1	39,0	3,1
Créditos comerciais/Trade creditors	12,4	12,4	12,2	11,7	11,5	10,9	-1,5	10,9	11,5	11,2	10,4	9,9	10,4	-0,5
Outros financiamentos/Other funding	22,5	19,7	20,5	19,7	20,1	20,5	-2,0	20,6	16,6	15,1	15,7	17,6	18,8	-1,8

Fonte: BdP – Estatísticas da Central de Balanços, Tabela retirada de Painel sobre endividamento – GEE

Assim, independentemente da maior relevância do financiamento bancário na estrutura de financiamento das PME's portuguesas, quer olhemos para a composição do seu passivo ou do seu ativo, parece-nos evidente a extraordinária importância para a economia portuguesa de um esforço para encontrar novas formas de financiamento, que possam alargar as disponibilidades financeiras das empresas, dotando-as dos meios necessários para um crescimento financeiramente saudável e estruturado.

1.2. Vantagens da diversificação do financiamento

Numa dimensão de análise mais prática quanto à importância para as pequenas e médias empresas de uma estrutura de financiamento diversificada e variada, podemos considerar sumariamente algumas vantagens concretas:

- De uma forma muito direta, ao diversificar as fontes de financiamento, o empreendedor está a aumentar o quadro de possibilidades para conseguir financiar os investimentos que pretenda fazer na atividade da sua empresa, ou mesmo até, para ser capaz de custear gastos gerais de funcionamento (não relacionados com atividades de investimento);
- Por outro lado, quanto mais variado for o “portefólio” de instrumentos de financiamento de uma determinada empresa, agregando assim alternativas com diferentes níveis de exposição aos riscos do mercado, menos sujeita está essa empresa a choques negativos nos custos que determinada fonte de financiamento possa em determinado momento comportar. Na verdade, uma estrutura de financiamento sustentável e diversificada é uma componente essencial de uma estratégia adequada na gestão do risco financeiro de qualquer empresa;
- Mais ainda, a existência de várias alternativas reais de onde o financiamento possa surgir, confere ao empreendedor, por norma, um mais elevado poder negocial com qualquer um dos seus financiadores. Dessa forma, encontrar-se-á menos dependente das condições que cada financiador estabelecer, na medida em que possui capacidade de escolha entre diferentes alternativas de financiamento;
- Por fim, podemos também considerar o facto de uma carteira diversificada de financiadores, dar um contributo assinalável, embora indireto, para o estabelecimento de uma reputação de qualidade por parte da empresa. De facto, quanto maior o número de alternativas de financiamento de que uma pequena e média empresa disponha, maior o número de avaliações detalhadas da viabilidade e das potencialidades do negócio em causa foram realizadas. Por conseguinte, quanto maior o número dessas avaliações, maior o nível de robustez associada às mesmas, o que conduz à consolidação de que uma empresa com vários financiadores, deverá ser efetivamente uma empresa sustentável e com potencial de crescimento. Assim, poderemos até considerar o processo de procura de financiamento e consequente concessão do mesmo, como um dos principais mecanismos de produção de informação de qualidade acerca da viabilidade de determinada empresa.

2. Alternativas de financiamento

2.1. Financiamento colaborativo

2.1.1. Definição geral

Crowdfunding ou financiamento colaborativo é “o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais.”⁶

Nos estudos de Bradford (2012) e Azevedo (2015) é afirmado que o financiamento colaborativo, pela sua simplicidade, é uma ajuda significativa para empresários com dificuldade em obter capital. Qualquer pessoa com apenas um computador e acesso à internet pode procurar obter este tipo de financiamento, existente em quatro diferentes modalidades: doação, com recompensa, financiamento de capital e empréstimo. Desta forma, o *crowdfunding* permite que o acesso ao investimento das pequenas e microempresas se facilite e democratize.

A principal vantagem do *Crowdfunding*, apontada por Dresner (2014), relativamente ao financiamento bancário, é que está dependente de pequenas contribuições de muitos investidores, em vez de grandes contribuições de poucos investidores.

⁶ Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, Artigo 2.º.

2.1.2. Acesso

Existem várias plataformas de *Crowdfunding* na internet, mas nem todas se dirigem ao mesmo tipo de *Crowdfunding*. Na tabela abaixo podemos verificar para os quatro tipos de *Crowdfunding* alguns exemplos das plataformas que se lhes aplicam.

Doação	Recompensa	Capital	Empréstimo
Pozible	Kickstarter	Symbid	Lending Club
GoFundMe	PPL	Seedrs	Prosper
Experiment	GoGetFunding	WeFunder	Funding Circle
Crowdfunder	IndieGoGo	Fundable	LendingCrowd
Patreon	RocketHub	Crowdcube	TrustLeaf

Existem várias plataformas que oferecem mais do que uma modalidade de *crowdfunding*, nomeadamente, as plataformas *Kickstarter*, *IndieGoGo*, *RocketHub*, *Pozible*, *Crowdfunder* e *Patreon* permitem tanto *crowdfunding* através de recompensa como de donativo. No caso da *Symbid* e do *Crowdcube* existem as vertentes de recompensa e capital, tal como na plataforma *Fundable* que, para além dessas, ainda oferece a vertente de empréstimo colaborativo.

Existem vários procedimentos a considerar quando um empresário toma a decisão de colocar o seu projeto/empresa nas plataformas de *Crowdfunding*, entre elas, a escolha da plataforma indicada para o tipo de financiamento desejado, definição de um objetivo claro a atingir (montante necessário para financiar o projeto e/ou taxa de juro a pagar ao investidor), a que se dirige o montante a angariar, divulgação do projeto (redes sociais, media e amigos), diferenciação da ideia para captar atenção de potenciais investidores.

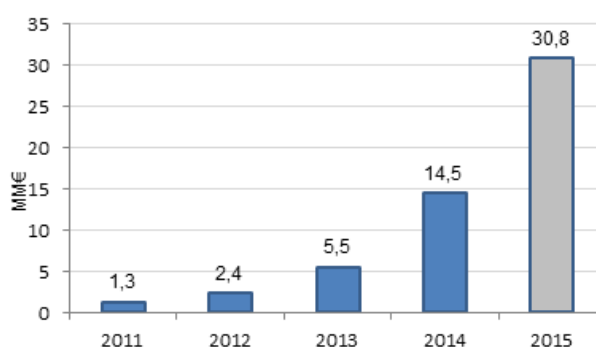
O financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo é mais exigente em termos de disponibilização de informação, na medida em que a empresa tem de fornecer documentação para análise dos possíveis investidores, ou seja, cash-flow e valorização da empresa, plano de investimento, demonstração de resultados, entre outros.

2.1.3. Potencial

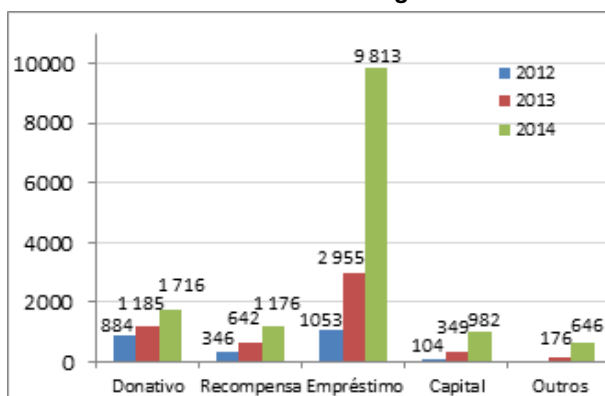
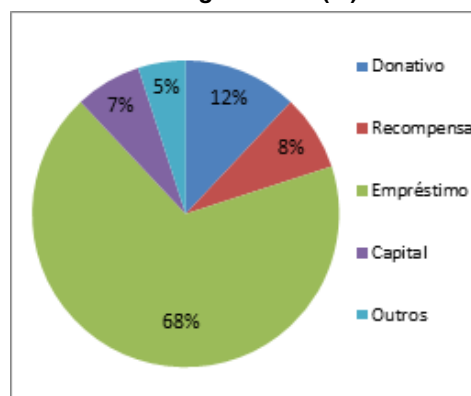
O mercado global de *Crowdfunding* atingiu 14,5 mil milhões de euros em 2014, o que equivale a um crescimento de 167% relativamente a 2013. A expectativa para 2015 é que o mercado chegue aos 30,8 mil milhões de euros, aumentando em 112% relativamente a 2014. Ou seja, a indústria do *Crowdfunding*, de 2010 para 2014, registou um incremento de, aproximadamente, 11 vezes.

Gráfico 3: Valor total do mercado global de *Crowdfunding*

- mil milhões de euros (2011 – 2015)



Fonte: Equitise, Deloitte e Piper Alderman (2015).

Gráfico 4: Valor do Mercado desagregado por tipos de Crowdfunding**Gráfico 5: Peso de cada tipo de Crowdfunding em 2014 (%)**

Fonte: Equitise, Deloitte e Piper Alderman (2015).

Como se pode comprovar, nos quadros 2 e 3, o financiamento colaborativo por empréstimo é o tipo de *Crowdfunding* que mais fundos angaria, cerca de 9,8 mil milhões de euros em 2014, aproximadamente 68% do total do mercado. A uma grande distância encontramos o financiamento colaborativo por donativo com 12% do total, aproximadamente 1,7 mil milhões.

Em termos de evolução no período em análise, todas as modalidades de financiamento colaborativo registaram crescimento, com o financiamento colaborativo por donativos a registar um crescimento de 113%, por recompensa 240%, de capital 841% e de empréstimo 832%.

2.1.4. Legislação

O regime jurídico do financiamento colaborativo (Lei n.º 102/2015) foi decretado a 24 de agosto, definindo as várias modalidades do financiamento colaborativo, os deveres das plataformas e dos beneficiários, os limites ao investimento e medidas antifraude.

A legislação define que as plataformas do financiamento colaborativo têm de se registar previamente, na Direcção-Geral do consumidor (no caso de plataformas de Donativo e Recompensa) e na CMVM (para plataformas de capital ou empréstimo).

Os deveres das plataformas centram-se em três pontos essenciais: assegurar aos investidores o acesso a informação acerca dos produtos disponibilizados; garantir confidencialidade da informação entre investidores e angariadores de fundos; e, por fim, adotar as medidas necessárias à prevenção de situações de fraude.

Na legislação são referidos limites ao investimento, fixados em função do rendimento anual dos investidores, que incidem sobre o financiamento colaborativo de capital e de empréstimo, podendo existir exceções para investidores com qualificação e experiência diferenciada. Está ainda por definir, por parte da CMVM, esses mesmos limites.

Os beneficiários dos financiamentos de capital e empréstimo têm de disponibilizar “toda a informação financeira relevante sobre a entidade beneficiária, sobre o cumprimento das respetivas obrigações fiscais e contributivas e respetiva estrutura de capital”.

2.2. Financiamento colaborativo - doação

2.2.1. Mecanismo

A definição de financiamento colaborativo através de donativo está descrita na Lei n.º 102/2015 artigo 3.º a). Trata-se de um tipo de financiamento em que “a entidade financiada recebe um donativo, com ou sem a entrega de uma contrapartida não pecuniária”.

A Comissão Europeia (2015) refere-se, igualmente, ao financiamento colaborativo através de donativo como um financiamento, em que indivíduos doam pequenos montantes para atingir o objetivo de financiar um projeto, sem receber nenhum retorno material ou financeiro.

2.2.2. Foco

Dada a sua natureza de ausência de retorno para o investidor é um tipo de *Crowdfunding* muito popular junto de associações que apoiam causas sociais, mas também em pequenas empresas que estão em vias de iniciar atividade.

2.2.3. Vantagens & Desvantagens

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Desintermediação/Transparência • Manutenção do capital da empresa • Permite que a empresa mantenha os seus princípios fundadores • Processo simples sem contrapartidas • É apenas preciso em média 50 pessoas para financiar o projeto 	<ul style="list-style-type: none"> • Dificuldade em diferenciar o projeto • Não oferece retorno ao investidor • Investidores pouco dispostos a oferecer quantias elevadas (75% investem entre 1€ e 70€)²

2.2.4. Relevância na economia

As principais conclusões dos estudos que se centraram sobre o financiamento colaborativo através de donativo são de que uma maior existência de projetos a requerer donativos reduz a probabilidade de um projeto alcançar o objetivo proposto (Meer 2013). Além disso, pequenas doações diminuem significativamente as hipóteses de sucesso do projeto (Koning and Model 2013) e a doação mais elevada é a que permite o projeto ser finalizado, alcançando o objetivo definido (Wash 2013). Por fim, os estudos de Bøg et al (2012) e Smith et al (2012) encontram evidência que as decisões de doação são influenciadas pelos montantes dos doadores anteriores.

Segundo a análise levada a cabo pela Equitise, Deloitte e Piper Alderman (2015), o montante de fundos que cada campanha definiu em 2014, em média, como objetivo foi de 2981€, sendo o *pay-out*⁷ de 85%.

2.3. Financiamento colaborativo – recompensa

2.3.1. Mecanismo

A definição de financiamento colaborativo com recompensa está descrita na Lei n.º 102/2015 artigo 3.º b), como a obrigação por parte da entidade financiada à prestação do serviço ou entrega do produto financiado, em contrapartida pelo financiamento obtido.

A Comissão Europeia (2015) refere que, no financiamento colaborativo com recompensa o investidor doa fundos para um projeto específico com a expectativa de receber um produto ou um serviço em troca, numa data futura.

Plataformas como a Kickstarter usam o modelo *all-or-nothing*, que consiste em um projeto apenas ser considerado financiado quando atinge o objetivo proposto, ao contrário de outras plataformas que usam o modelo *take what is raised*, não sendo preciso, nesse caso, o projeto ser financiado na totalidade para a entidade financiada obter fundos.

2.3.2. Foco

O financiamento colaborativo com recompensa dirige-se, a empresas que queiram pré-vender os seus produtos ao público. É muito comum *start-ups* e empresas inovadoras apostarem neste tipo de financia-

⁷ Fundos prometidos / Fundos pagos

mento, permitindo-lhes abranger novos territórios, testar o mercado e ganhar a confiança dos consumidores no produto ou serviço.

2.3.3. Vantagens & Desvantagens

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Iniciar atividade com cash-flow assegurado • Fidelizar clientes com produtos e serviços • Fundos obtidos não precisam de ser pagos • Feedback acerca da qualidade do produto/serviço • Manutenção do capital da empresa 	<ul style="list-style-type: none"> • Obrigação de cumprir com a distribuição da recompensa pré-estabelecida. • Projetos ou produtos complexos não se enquadram. • Direcionado para produtores de bens

2.3.4. Relevância na economia

Vários estudos recentes efetuados no âmbito do financiamento colaborativo com recompensa concluíram que financiar um projeto está diretamente relacionado com o número de amigos nas redes sociais, currículo do empreendedor e atualizações acerca do projeto em questão (Mollick 2013; 2014), que projetos dispostos na página inicial da plataforma angariam mais fundos (Qiu 2013) e os montantes investidos anteriormente influenciam a decisão dos investidores seguintes (Burtch, et al. 2013b).

Segundo a análise mundial levada a cabo pela Equitise, Deloitte e Piper Alderman, o montante médio de fundos que cada campanha definiu como objetivo em 2014 foi de 2827€ e o *pay-out* médio fixou-se em 82%.

2.4. Financiamento colaborativo – capital

2.4.1. Mecanismo

A definição de financiamento colaborativo de capital está descrita na Lei n.º 102/2015 artigo 3.º c), como um tipo de financiamento que “a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros”.

A Comissão Europeia (2015), declara que, a principal diferença entre o financiamento colaborativo de capital em relação ao Capital de Risco e *Business Angels*, reside no facto do número de investidores ser muito superior, estando disponível para um maior número de pessoas nas plataformas de *Crowdfunding*, em vez de uma relação direta de apenas um investidor com o empreendedor.

Em resumo, as empresas vendem uma parte da empresa a outros investidores, com o objetivo de fazer crescer o seu negócio.

2.4.2. Foco

A Comissão Europeia (2015) afirma que é um financiamento predominantemente usado por empresas em fase inicial, mas a Equitise refere que pequenas e médias empresas também se financiam por via do financiamento colaborativo de capital.

De facto, a Nesta, uma instituição britânica de apoio à inovação, refere que 54% das empresas que recorrem ao financiamento colaborativo de capital, procuram capital de expansão, enquanto em 46% das empresas está relacionado com capital para iniciar atividade.

2.4.3. Vantagens & Desvantagens

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Muitos investidores de pequena proporção. • Adapta-se a serviços e produtos. • Alcançar um grande número de investidores através das plataformas • Capital adicional para a empresa. • Retorno para o Investidor. 	<ul style="list-style-type: none"> • Exigência de documentação financeira da empresa. • Poder de decisão na empresa distribuído. • Investidores apenas interessados em empresas com potencial de crescimento alto.

2.4.4. Relevância na economia

O financiamento colaborativo de capital tem uma importância crescente na criação de emprego e de rendimento para o país, como se comprova pelos dados da Nesta (2014), que afirma que 60% das empresas, que recorreram a esta modalidade, aumentaram os seus postos de trabalho, e 70% aumentaram o seu volume de negócios.

Segundo o relatório para o *Crowdfunding* de 2015 da *Massolutions*, o capital angariado em média na Europa foi de 273.550€, montante muito superior ao financiamento colaborativo com recompensa e de donativos. Segundo a Equitise, Deloitte e Piper Alderman, o *pay-out* médio fixou-se em 75%, para o ano de 2014.

Agrawal et al (2013a) refere que família e amigos são os primeiros a contribuir no ciclo de financiamento de risco e que apenas os investimentos, que não os por parte de família e amigos, estão relacionados com as decisões de financiamento dos outros investidores. Por outro lado, Ahlers et al (2013) refere que o sucesso no financiamento colaborativo de capital, está associado à transparência financeira e de risco, liderança do empreendedor e nível de incerteza do projeto.

2.5. Financiamento colaborativo – empréstimo

2.5.1. Mecanismo

A definição de financiamento colaborativo por empréstimo está descrita na Lei n.º 102/2015 artigo 3.º d), como um tipo de financiamento que “através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação”.

A Comissão Europeia (2015) refere que financiamento colaborativo de capital é conhecido, também, por *crowdlending* ou *peer-to-peer lending*, e constitui uma alternativa ao empréstimo bancário, sem intermediários, permitindo uma relação direta entre devedor e credor. As plataformas têm o dever de proteger as empresas e os investidores, através de limitações com base no histórico de negociação do investidor ou do requerimento de contas financeiras dos investidores.

Especificamente, neste tipo de financiamento colaborativo o individuo que conduz a empresa define *a priori* a taxa de juro a que se quer financiar, estabelecendo uma grande vantagem em relação ao financiamento bancário. Em geral, essas taxas de juro são inferiores às praticadas pela banca, devido à desintermediação, sem custos adicionais e com a remoção da margem dos bancos (Lin et al. 2009).

2.5.2. Foco

No estudo sobre alternativas ao financiamento da Nesta (2014) é apurado que os projetos que procuram o financiamento colaborativo por empréstimo tem maioritariamente como objetivo expandir o seu negócio (41%) ou financiar os seus custos de funcionamento (34%).

É referido ainda que as PME escolhem este tipo de financiamento pela sua combinação de rapidez e facilidade de uso, acrescentando que 91% dos inquiridos afirmam que é uma forma mais simples de se financiarem, como alternativa aos bancos, sendo um fator-chave para a escolha deste tipo de financiamento.

2.5.3. Vantagens & Desvantagens

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Aberto ao público • Investidor pode obter retorno • Investidor pode diversificar portfolio • Acesso simplificado a rede de investidores • Maior flexibilidade de taxas de juro • Ausência de risco sistémico 	<ul style="list-style-type: none"> • Obrigação legal de reembolsar o empréstimo • Documentação da empresa é tornada pública • Mercado restrito e pequeno em Portugal • Investidor só interessado em empresas com alto potencial de crescimento

2.5.4. Relevância na economia

Segundo os dados da Nesta (2014), após o financiamento da empresa através de empréstimo colaborativo, 63% dos projetos⁸ registaram um crescimento nos seus lucros e 53% registaram um aumento no emprego.

Segundo dados da Equitise, Deloitte e Piper Alderman, para 2014, projetos que recorrem ao financiamento colaborativo de empréstimo angariam em média 91.878€, com um *pay-out* médio de 90%.

Para esta modalidade de *Crowdfunding*, Zhang e Liu (2012) demonstram que os credores deduzem o risco de incumprimento dos empresários a partir da observação das decisões de empréstimo de outros investidores. No mesmo estudo é evidenciado que apenas as ofertas dos credores em projetos em que se verifica risco de incumprimento alto estão relacionados com as decisões de empréstimo de outros investidores.

Outros estudos referem elementos como o sucesso do financiamento de projetos colaborativos de empréstimo estar relacionado com as características pessoais, raça, género e idade do líder da entidade financiada (Ravina 2012), mas negativamente relacionado com a concorrência, verificando-se um efeito mais forte nos substitutos próximos (Ly and Mason 2012b).

2.6. Capital de risco

2.6.1. Mecanismo

Os Fundos de Capital de Risco (FCR) permitem ajudar, maioritariamente, as PME através de intervenções de capital, adquirindo parcelas dessas empresas, com vista à sua valorização para posterior alienação.

Como referido por Gompers e Lerner (2001) os investidores privados financiam projetos de alto risco, com um potencial elevado de lucro, adquirindo participações da empresa.

Existem 5 diferentes tipos de financiamento no Venture Capital, que se adaptam ao financiamento que a PME em questão procura, sendo eles: **Capital Embrionário** (empresas não constituídas), **Capital de Arranque** (empresas com 1 produto prestes a ser lançado), **Capital Estágio Inicial** (empresas com 2 ou 3 anos e vendas em crescimento), **Capital de Expansão** (empresas estabelecidas à procura de novos mercados), **Capital Estágio Final** (empresas com lucro e vendas consideráveis).

Os FCR na sua essência apoiam as PME, tanto na fase inicial do ciclo de vida, como em fase de expansão da sua atividade. Segundo o COMPETE, existem 5 diferentes categorias de ação em PMEs, por parte dos FCR, os quais, **Inovação e Internacionalização** (direcionado para projetos inovadores), **Corporate Venture Capital** (investimento em start-ups tecnológicas), **Early Stages** (projetos inovadores para PMEs com atividade económica até 3 anos), **Pré-seed** (projetos com elevado risco e conteúdo tecnológico relevante de start-ups com 1 ano ou menos), **FCR de base regional** (projetos de expansão).

⁸ Total de 3000 projetos.

2.6.2. Foco

A Comissão Europeia (2015) refere, no âmbito do acesso ao financiamento por parte das PME, que os fundos de capital de risco são, em geral, aplicados por investidores institucionais em empresas com enorme potencial de crescimento.

Gompers e Lerner (2001) afirmam, igualmente, que as empresas que usualmente recorrem a Venture Capital são empresas jovens, pequenas, com altos níveis de incerteza, e daí a sua dificuldade em atrair financiamento bancário. Os autores referem, identicamente, que as empresas que recorrem a este tipo de financiamento têm tipicamente poucos ativos tangíveis e são provenientes de mercados muito voláteis.

Olhando para a distribuição por setor em 2014, na Europa o Venture Capital é mais direcionado para o setor da biociência (31%) e o setor das comunicações (22%). Nos Estados Unidos o foco é no setor da eletrónica (49%) e comunicações (19%).⁹

2.6.3. Vantagens & Desvantagens

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Investidores privados fornecem aconselhamento técnico especializado • Forte supervisão e regulação do Venture Capital (evita enviesamento) • É atrativo para investidores de alto risco • Não constitui endividamento para a empresa • Entrada de membros ilustres aumenta a reputação da empresa 	<ul style="list-style-type: none"> • Novos membros na administração • Investidores privados com poder de decisão • Processo demorado • Perda de confidencialidade • Direcionado para projetos entre 3 a 5 anos

2.6.4. Acesso

Este modelo de investimento é obtido através de sociedades especializadas neste tipo de investimento, denominadas Sociedades de Capital de Risco. Estas sociedades além do contributo em capital, são importantes na gestão corrente da empresa através do aconselhamento técnico¹⁰.

Em Portugal existe a PortugalVentures, que dá atenção sobretudo a projetos ligados à ciência, tecnologia, turismo e empresas que desejam expandir o seu negócio no estrangeiro. Encontram-se outras Sociedades Gestoras em Portugal, como a Capital Criativo, BETA Capital, ASK, Change Partners e Novabase Capital, Patris, 2B Partner, Explorer Investments e Oxy Capital.¹¹

O empreendedor que pretenda financiar-se através deste método deverá contactar a sociedade gestora de Capital de Risco e apresentar o seu plano de negócios para o seu investimento, ficando a depender de posterior aprovação com base na credibilidade e potencial de crescimento do projeto.

2.6.5. Potencial

Depois de ter registado 50 mil milhões de euros em 2014, a estimativa da KPMG (2015) é que o mercado americano de Capital de Risco possa alcançar 62 mil milhões de euros em 2015, o que equivale a um crescimento de 24%. A confirmar-se, seria o valor mais alto dos últimos 5 anos.

Não foram encontradas previsões nem a nível global nem a nível europeu para o mercado de Capital de Risco.

2.6.6. Relevância na economia

Um estudo levado a cabo por Meyer (2010), para 14 países europeus e os Estados Unidos entre 1980 e 2009, diz-nos que Venture Capital injeta dinamismo na economia, pois, um aumento equivalente a 0,1%

⁹ OECD (2015), Entrepreneurship at a Glance 2015, OECD Publishing, Paris.

¹⁰ Venture capital adds economic spice. Deutsche Bank Research, Germany. (2010)

¹¹ Sociedades Gestoras com fundos de capital de risco atualmente apoiados pelo programa COMPETE.

do PIB em investimentos de Capital de Risco está associado a um aumento do PIB real em 0,30 pp. Investimentos em empresas em estágio inicial tem ainda um impacto maior, de 0,96 pp.

No mesmo estudo, comprova-se que países com mercados de Venture Capital bem estabelecidos, têm tipicamente um crescimento económico mais forte. O oposto, porém, não se verifica: nem todos os países com forte crescimento económico têm um mercado de Venture Capital bem estabelecido. Conclui-se, igualmente, que investimentos de Venture Capital nos EUA (onde este tipo de financiamento está muito desenvolvido) causam crescimento da economia.

Entre 2010 e 2014, o crescimento dos montantes de capital de risco investidos em Portugal cresceram 19% (203 milhões em 2010 para 242 milhões em 2014). Além disso, o número de empresas abrangidas mais do que duplicou (70 empresas em 2010 para 171 em 2014). No entanto, parece ainda haver margem de crescimento: o Venture Capital representa 0,1% do PIB português, o que compara com 0,3% na UE 15.¹²

2.6.7. Estratégias de saída

O Capital de Risco, dada a sua natureza de investimento de curto/médio prazo no capital da empresa, é um investimento temporário. A remuneração dos investidores está dependente das mais-valias na venda das ações da empresa ao público e, igualmente, na venda das ações dos *Venture Capitalists*.

Os autores Cumming e Johan (2008) elencam duas possíveis estratégias planeadas *a priori* entre o empreendedor e a sociedade gestora, a oferta pública inicial (IPO) da empresa ou uma aquisição por parte de outra empresa. Numa IPO, a empresa vende as suas ações pela primeira vez ao público, obtendo desta forma liquidez, desde que haja procura no mercado acionista. Se a empresa for adquirida por outra empresa, o empreendedor passa a colaborar com a empresa adquirente num projeto de maior escala. Neste caso, o controlo da gestão fica a cargo da empresa adquirente, parcial ou totalmente.

Por fim, outra alternativa pode passar pela recapitalização da empresa. Neste caso, a empresa é financiada através da mistura de dívida com capital privado, com a dívida colateralizada aos ativos da empresa.

2.7. “Business Angels”

2.7.1. Mecanismo

O mecanismo financeiro “*business angel*” (BA) é comumente enquadrado na categoria de financiamento por capital de risco. Contudo, apresenta algumas características que o tornam algo distinto de mecanismos como as “*venture capital*”, nomeadamente, pelo facto de ser protagonizado por um investidor particular (por norma, financeiramente independente).

A atuação das BAs constitui-se como um investimento direto em empresas em início de actividade (*start-ups*) por meio de uma participação no capital da empresa, sendo um investimento feito numa lógica de médio prazo. Com efeito, um BA não tem nem a intenção de comprar e vender apressadamente numa perspetiva mais imediatista nem o intuito de investir nessa empresa apenas para a ter no seu portefólio de longo prazo. Assim, normalmente, um BA investe para permitir um impulso inicial a determinado projeto e para ajudar a criar valor para o mesmo, na perspetiva de depois a médio prazo vender a sua participação no capital dessa empresa com mais-valias significativas.

Neste caso, o investidor financeiro fornece um forte suporte estratégico ao projeto, assumindo na totalidade os riscos do mesmo (riscos que poderão ser elevados dado que os BAs investem muito frequentemente em projetos/produtos que ainda não foram validados e testados pelo mercado). Na verdade, o investimento por meio de BAs é, por vezes, designado como “*smart money investment*” pois oferece, na sua totalidade, os seguintes componentes: o capital financeiro (para financiar o lançamento da actividade e a capitalização inicial da empresa), o *know-how* da gestão operacional de negócio (dimensão, não raras vezes, pouco desenvolvida nos empreendedores que recorrem a BAs) e, por fim, a rede de contactos (nomeadamente, em áreas como o desenvolvimento de uma carteira de clientes e de um conjunto alargado de parcerias).

¹² European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), Last Update : 27-05-2015.

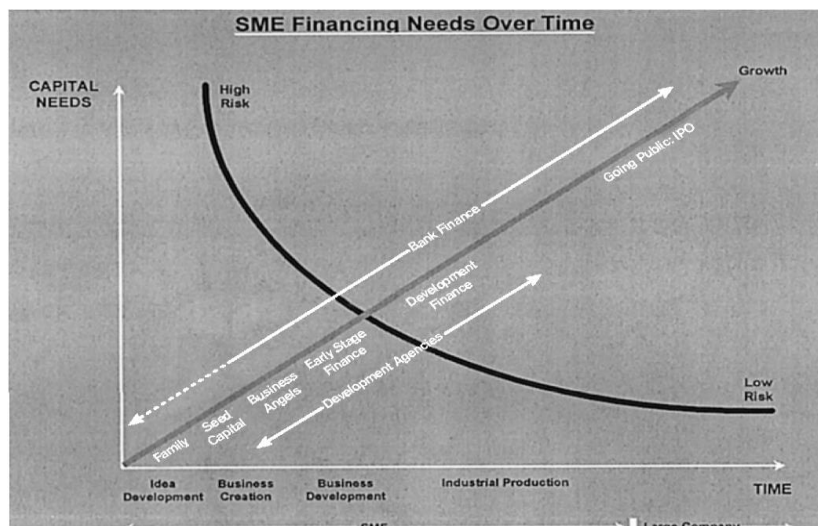
Em contrapartida do investimento realizado, o BA procura, normalmente, verificar as seguintes condições: que a sua participação no capital da empresa não exceda os 50%, isto é, que apenas possua uma participação minoritária para que não se estabeleçam os incentivos contrários à boa prossecução do negócio (fazendo com que o empreendedor continue a deter a maioria da empresa); que à sua disponibilidade para apoiar a orientação estratégica do negócio corresponda um elevado comprometimento do empreendedor com o projeto financiado, o que poderá significar uma dedicação exclusiva ao projeto em causa por parte do empreendedor; que o projeto a ser financiado tenha um elevado potencial de crescimento, com capacidade para ganhar escala, podendo assim compensar, de certa forma, o elevado risco em que os BAs incorrem ao estarem a investir em empresas em início de atividade.

2.7.2. Foco

De acordo com Aernoudt (1999), o BA como tipo de investidor, em norma, distingue-se: por ter experiência empreendedora e ao nível de gestão, por não ter uma idade superior àquela que lhe permita “ver” o seu investimento a desenvolver-se, por ter vendido as suas próprias empresas em condições muito vantajosas, por estar interessado em posições minoritárias e por investir menos do que 25% dos fundos que tem disponíveis para investimentos deste tipo. Mais ainda, a dimensão que mais diferencia um BA é a de procurar nos projetos em que investe o necessário retorno financeiro mas sem descuidar a possibilidade de tomar parte ativa na definição da estratégia de futuro da empresa¹³. Em alguns países, como é o caso dos EUA, vários estudos demonstram que os BA investem maioritariamente em projetos com impacto social ou que apoiem o desenvolvimento de novos empreendedores.

Num interessante exercício, Mason (1996) descreve ainda as características típicas de um BA: homem, entre os 45-65 anos de idade (o que corrobora a necessidade de se ter acumulado património e experiência), já com alguma experiência passada no desenvolvimento de *start-ups* e com um elevado nível de escolaridade.

Por outro lado, olhando para o tipo de empresas que costumam recorrer a BAs, podemos identificar um padrão relevante: empresas em início de atividade, com elevado potencial de crescimento; empresas detidas por empreendedores com pouco *know-how* de gestão operacional do negócio ou das particularidades do seu sector de negócio; empresas detidas por empreendedores que se dediquem por inteiro ao desenvolvimento do projeto financiado pelo BA e que pretendam controlar mais do que 50% do capital da sua empresa. O seguinte gráfico dá-nos uma ideia da adequabilidade de recorrer a BAs em termos das necessidades de capital e da maturidade do negócio:



Fonte: Aernoudt (1999)

¹³ Este elevado envolvimento dos BAs nas *start-ups* financiadas é uma das principais razões para a significativa mitigação das assimetrias de informação e do risco moral e, assim, do risco global dos projectos.

2.7.3. Vantagens & Desvantagens

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Elevada proximidade entre o empreendedor e o BA • Mais-valia do <i>know-how</i> específico e dos contactos que o BA aporta ao projeto • Rapidez/agilidade dos processos de decisão • Não requer um colateral • É um aumento de capital e não de dívida 	<ul style="list-style-type: none"> • Dificuldade em encontrar BA apropriado às necessidades do empreendedor • Tipo de investimento especificamente direcionado para empresas em fase inicial • Perda de confidencialidade acerca de informação estratégica em relação ao BA

2.7.4. Acesso

Como foi referido anteriormente, o investimento por BAs é um investimento individual e não institucional. Ora, tal facto poderia condicionar enormemente a possibilidade de BA e empreendedor se “encontrarem” de uma forma eficiente e funcional, devido a falhas de informação e conhecimento do mercado. Contudo, e respondendo a esta necessidade de ganhar escala para potenciar a visibilidade, verifica-se a existência de várias associações que agregam BAs, funcionando como uma plataforma de “match” entre investidores e empreendedores. São referências a nível global a World Business Angels Association e a European Business Angel Network. Já em Portugal, são muito variadas as associações que agregam os BAs portugueses, normalmente organizadas por localização regional, sendo que uma das referências institucionais portuguesas é a Federação Nacional de Associações de Business Angels.

Sublinhando a relevância das BAs como novas soluções de financiamento para pequenos negócios, o governo português desenvolve igualmente, por exemplo, o programa COMPETE, que funciona como um fundo de co-investimento em BA, com o recurso a fundos comunitários. Mais ainda, é igualmente dado um tratamento especial aos investimentos dos BAs, nomeadamente em sede de deduções fiscais.

Segundo Mason (1996), o desenvolvimento de redes de BAs, como as já existentes em Portugal, é muitíssimo relevante para o crescimento deste tipo de investimentos. O autor avança para suportar essa conclusão os seguintes motivos:

- reduzem as fontes de ineficiência no mercado de BAs, mitigando a fragmentação e a invisibilidade dos agentes individuais;
- estimulam o reforço da oferta de investimento por este tipo de investidores (muitos deles sem o tempo ou a dimensão suficiente para entrarem no mercado), dando-lhes escala;
- preenchem o défice de financiamento disponível para *start-ups*, criado pelos apertados requisitos por parte das empresas de capital de risco quanto à dimensão mínima dos investimentos realizados;
- possibilitam um acompanhamento permanente e informado por parte do BA à empresa financiada;
- promovem a troca de expertise nas diferentes áreas de gestão e nos diferentes sectores entre os BAs agregados nessas redes;
- conferem a credibilidade que por vezes pode faltar a BAs que entrem em relação de negócio com fundos de capital de risco numa base individual (o elevado prestígio destas redes de BAs acaba por trazer ganhos individuais para os seus membros).

2.7.5. Relevância na economia

Segundo o relatório “Evaluation of EU Member State Business Angel Markets and Policies”, de outubro de 2012¹⁴, o valor dos investimentos por BAs em Portugal era de 2.060.000 €, sendo que o valor médio da quantia investida é de 121.000€.

¹⁴ Para Portugal, são considerados os dados de 14 BAs que responderam ao inquérito, o que coloca Portugal na 3.^a posição dos países europeus incluídos nesta análise, apenas atrás de França (66 BAs) e do Reino Unido (22 BAs).

Já a Federação Nacional de Associações de Business Angels apresenta dados relativos a 2010¹⁵, em que estão registados na mesma 404 BAs, num montante total investido de 646.000€.

Apesar de uma certa insuficiência de dados oficiais relativos à real dimensão deste mercado de BAs, é provável que a sua dimensão venha a alargar-se no futuro dado que são cada vez mais comuns os pequenos negócios lançados por empreendedores sem grande experiência de gestão, que poderão tirar grandes ganhos de uma parceria com um investidor com um elevado *know-how* acumulado e com alguma disponibilidade financeira.

2.7.6. Estratégias de saída

Com efeito, o investimento por BAs constitui-se como uma participação no capital de uma determinada empresa por parte de um investidor individual (por norma, não mais do que 50% do mesmo). Ora, e tal como abordado por Feeney et al (1999), a forma de que os BAs poderão dispor para se desvincular do investimento realizado é um importante fator a ponderar na decisão de investimento. De facto, em Feeney et al (1999), num inquérito aos investidores, quando lhes é perguntado “Quais são os fatores essenciais que o levaram a investir na empresa em que o fez?”, uma das principais características valorizadas no negócio escolhido é a existência de uma estratégia de saída clara.

Procurando agora perceber que tipo de estratégias de saída privilegiariam os BAs, podemos tomar o ponto de Stedler and Peters (2003), que nos mostram que, em relação aos BAs alemães, as suas preferências quanto às estratégias de saída são: 54% referiu a venda em bloco no mercado, 45% mencionou a venda dispersa da participação e 24% indicou a venda da participação ao fundador¹⁶.

Em paralelo, Harrison and Mason (2000) demonstram a relevância que as BAs dão à existência de uma indústria de capital de risco dinâmica que possa oferecer as condições para um acompanhamento financeiro que alguns dos negócios orientados por BAs possam vir a precisar. Em certas situações, o desenvolvimento dessa indústria torna-se importante como garante de uma saída para os BAs dos negócios em que investiram.

No entanto, num inquérito feito pelos mesmos autores, apenas 6% das BAs consideradas afirmam que os fundos de capital de risco lhes oferecem uma possibilidade de saída. Chegam portanto à conclusão, suportada ainda noutros estudos tidos em conta, que são pouco significativas o número de saídas através da venda da participação acionista a terceiras partes. Pelo contrário, os BAs normalmente acabam por permanecer como acionistas dessa empresa, continuando a fazer um acompanhamento cuidadoso do negócio por meio de um fundo de capital de risco, perdurando numa relação próxima de aconselhamento ao empreendedor.

Por fim, quando temos em conta a duração média da relação BA – empreendedor, podemos tomar como referência Mason and Harrison (2002), que indicam que o tempo médio de saída de um BA no Reino Unido é de quatro anos para investimentos altamente rentáveis e de seis anos para investimentos moderadamente rentáveis, enquanto um fracasso num investimento por BA tende a tornar-se evidente após o decorrer de dois anos.

¹⁵ http://www.fnaba.org/doc/FNABA_apresentacao.pdf

¹⁶ A indicação de uma das preferências não exclui a igual preferência por uma das outras, motivo pelo qual o valor agregado das três preferências aqui referidas não é 100%.

2.8. Aplicabilidade dos diferentes tipos de financiamento

Quadro 4: Diferentes alternativas de financiamento e a sua aplicabilidade. Verde significa que o mecanismo de financiamento se aplica à situação especificada, Vermelho se o mecanismo não se aplica.

	FC ¹⁷ Doação	FC Recompensa	FC Capital	FC Empréstimo	Capital de Risco	Business Angels
Investimento em Ativos Tangíveis	Red	Red	Green	Green	Green	Red
Lançamento de Novo Produto	Green	Green	Red	Red	Red	Green
Reestruturação de Capital	Red	Red	Green	Green	Green	Red
Internacionalizar	Red	Green				
Negócio em crescimento	Red	Red	Green	Green	Green	Green
Negócio estabelecido	Red	Red	Green	Green	Green	Red

3. Referências

- Aernoudt, R. (1999), Business Angels: should they fly on their own wings?, *Venture Capital*, Vol. 1, No. 2, 187 – 195
- Agrawal, A., C. Catalini, and A. Goldfarb (2013a), “Crowdfunding: Social Frictions in the Flat World,”
- Ahlers, G., D. Cumming, C. Guenther, and D. Schweizer (2013), “Equity Crowdfunding,”
- Azevedo, R. T. T. D. (2015). Crowdfunding no Brasil: Percepção do empreendedor na utilização do Crowdfunding.
- Bøg, M., H. Harmgart, S. Huck, and A.M. Jeffers (2012), “Fundraising on the Internet,” *KYKLOS*, 65(1), 18-30.
- Bradford, C. S. (2012). Crowdfunding and the federal securities laws. *Columbia Business Law Review*, 2012(1).
- Burch, G., A. Ghose, and S. Wattal (2013b), “Private Displays of Affection: An Empirical Examination of Online Crowdfunder Information Hiding Behaviour,”
- Centre for Strategy & Evaluation Services (2012), Evaluation of EU Member States’ Business Angel Markets and Policies – Final Report, October
- Cumming, D., & binti Johan, S. A. (2008). Preplanned exit strategies in venture capital. *European Economic Review*, 52(7), 1209-1241.
- Diário da República, 1.ª série – Nº164 – 24 de agosto de 2015
- Dresner, S. (2014). *Crowdfunding: a guide to raising capital on the Internet*. John Wiley & Sons.
- Equitise, Deloitte & Piper Alderman (2015). Alternative finance in Australia.
- European Commission (2015). *Crowdfunding - European Commission*. [ONLINE] Available at: http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/funding-policies/crowdfunding/index_en.htm. [Accessed 21 September 15].
- Feeney, L., Haines, G. H. and Riding A. L. (1999), Private Investors’ Investment Criteria: Insights From Qualitative Data, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1: 121 – 145

¹⁷ Financiamento Colaborativo

- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*, 145-168.
- Harrison, R. T. and C. M. Mason (2000), Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom, *Venture Capital*, Vol. 2, No. 3, 223 – 242
- Koning, R. and J. Model (2013), “Experimental Study of Crowdfunding Cascades: When Nothing Is Better than Something,”
- KPMG (2015). *Venture Pulse Q2’15, Global Analysis of Venture Funding*.
- Lin, M., Prabhala, N., & Viswanathan, S. (2009). Social networks as signaling mechanisms: Evidence from online peer-to-peer lending. WISE 2009.
- Ly, P. and G. Mason (2012b), “Competition Between Microfinance NGOs: Evidence from Kiva,” *World Development*, 40(3), 643-655.
- Mason, C. (1996), Why “Business Angels” say no: a case study of opportunities rejected by an informal investor syndicate, *International Small Business Journal*, January
- Mason, C. and M. Stark (2004), What do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels, *International Small Business Journal*, Vol. 22(3), 227 – 248
- Mason, C. M. and R. T. Harrison (2002), It is worth it? The rates of return from informal venture capital investments, *Journal of Business Venturing*, 17: 211 – 236
- Massolution (2015). *2015CF – Crowdfunding Industry Report*
- Meer, J. (2013), “Effects of the Price of Charitable Giving: Evidence from an Online Crowdfunding Platform,” NBER Working Paper No. 19082,
- Meyer, T., Stobbe, A., & Mayer, T. (2010). Venture capital adds economic spice. *Deutsche Bank Research, Germany*.
- Mollick, E. (2013), “Swept Away by the Crowd? “Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs,”
- Mollick, E. (2014), “The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study,” *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- Nesta, University of Cambridge (2014). *Understanding Alternative Finance - The UK Alternative Finance Industry Report 2014*.
- OECD (2015), *Entrepreneurship at a Glance 2015*, OECD Publishing, Paris. DOI: http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2013-en
- Qiu, C. (2013), “Issues in Crowdfunding: Theoretical and Empirical Investigation on Kickstarter”
- Ravina, E. (2012), “Love & Loans: The Effect of Beauty and Personal Characteristics in Credit Markets”
- Smith, S., F. Windmeijer, and E. Wright (2012), “The Effect of Social Information on Charitable Donations: Evidence from the (Running) Field,” University of Bristol Working Paper
- Sohl, J. E. and B. Sommer, Angel investing: changing strategies during volatile times, Working Paper, Whittemore School of Business and Economics, University of New Hampshire
- Stedler, H. R. and H. H. Peters (2003), Business angels in Germany: an empirical study, *Venture Capital*, Vol. 5, No. 3, 269 – 276
- Wash, R. (2013, June). The Value of Completing Crowdfunding Projects. In *CWSM*.
- Zhang, J. and P. Liu (2012), “Rational Herding in Microloan Markets,” *Management Science*, 58(5), 892-912.