

FNABA – Federação Nacional de Associações de Business Angels

EBAN – European Business Angels Network

Algarve Business Angels - Associação de Business Angels do Algarve

Business Angels Club - Associação Portuguesa de Investidores em Start-Ups

Clube de Business Angels da Covilhã

Clube de Cascais - Associação de Investidores de Cascais

Invicta Angels - Associação de Business Angels do Porto

**Comissão de Mercados de
Valores Mobiliários (CMVM)**

Av. da Liberdade, 252

1056-801 Lisboa

e.mail: cmvm@cmvm.pt

Lisboa, 4 de Dezembro de 2006

ASSUNTO

Comentários à proposta de alteração do regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco, no âmbito da Consulta Pública da CMVM Nº 11/2006

Exmos. Senhores,

No âmbito da consulta pública da CMVM identificada em epígrafe, vêm as organizações signatárias deste documento tecer observações e apresentar as sugestões que consideram relevantes, sobre o conteúdo da proposta de articulado apresentada, com vista a prestar o seu contributo para a melhoria das alterações nela contempladas ao regime jurídico das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco.

Sublinhe-se que a participação da EBAN na elaboração dos comentários que ora se enviam, deve-se à experiência reiterada desta entidade ao nível da actividade desenvolvida por Business Angels de vários países da Europa, com regimes fiscais diversos, e com base na qual se propõe apresentar um conjunto de iniciativas que considera melhor se adequarem ao desenvolvimento da actividade de *Business Angels* em Portugal.

Gostaríamos, desde já, de manifestar a nossa elevada satisfação pelo lançamento desta iniciativa pela CMVM, na medida em que a mesma se evidencia, na sua generalidade, claramente apta a encurtar caminhos e a dar passos significativos na consolidação da actividade de Business Angels em Portugal,

e bem assim, a introduzir no ordenamento jurídico nacional o reconhecimento do estatuto de *Business Angel* (BA). Todavia, e não obstante o contributo positivo que a presente proposta representa, é preciso não esquecer que muitos passos ainda têm que ser dados, alguns da competência do governo, com vista a uma efectiva dinamização dos *Business Angels* em Portugal.

Assim sendo, consideramos que as alterações contempladas na proposta apresentada deveriam evidenciar o seguinte:

1. A introdução do estatuto de Business Angel no ordenamento jurídico português, através da criação da figura dos ICR – Investidores em Capital de Risco.

No entanto, no final deste documento apresentamos sugestões de melhorias futuras sobre esta matéria.

Ademais, os signatários sugerem que na proposta de articulado apresentado sejam introduzidas as seguintes alterações:

2. A manutenção do capital mínimo para a constituição de um FCR, em €1.000.000 em vez dos propostos €2.500.000.

Denote-se que a importância da redução do valor proposto, reside no impacto que os FCR poderão vir a ter na captação de investimentos para empresas no estágio de “seed capital” e “start-ups”, pelo que aumentar o valor do capital mínimo para a constituição de um FCR só significará um retrocesso no esforço iniciado em finais de 2002, pelo Dr. Carlos Tavares, na altura Ministro da Economia, ao reduzir então o referido valor de €3.000.000 para €1.000.000 tendo em vista, entre outros objectivos, permitir a constituição de Fundos por parte de entidades independentes, alheias aos grandes grupos financeiros que operam no mercado português.

Publicamente foram anunciadas intenções de criação de FCR no valor de 1 milhão de euros (refira-se, como exemplo clarificador, a AESE e CMCascais/DNA Cascais) que irão juntar não só entidades públicas, como Instituições de Ensino, Parques Tecnológicos, Investidores Privados e *Business Angels*. Frustrar essas expectativas constituirá um passo atrás. O argumento de que não é rentável gerir FCR com valores baixos afigura-se-nos incorrecto, uma vez que deve ser o mercado (em especial as suas SCR) a responder a essa questão.

Importa, por outro lado, salientar que o financiamento das empresas de elevado potencial de crescimento passa por criar condições que permitam o nascimento no nosso país dos chamados investidores de proximidade, com especial ênfase para os fundos de capital de risco regionais. Refira-se a propósito que nos últimos meses têm estado na agenda de diversas entidades como são o caso da ADR - Agência de Desenvolvimento Regional de Trás-os-Montes e Alto Douro, UAERLVT - União

das Associações Empresariais da Região de Lisboa e Vale do Tejo e a AIDA - Associação Industrial do Distrito de Aveiro, a constituição deste tipo de Fundos, de apoio aos projectos em fase de “seed capital” e “start-up”, as quais certamente também irão sofrer um impacto negativo nas suas intenções caso os montantes propostos na citada proposta venham a ser aprovados.

A título de exemplo, refira-se que a legislação francesa (Article D.214-21 du CMF) permite a constituição de FCR com valores mínimos de 400.000 euros enquanto a legislação espanhola(Artº 33 da Ley 25/2005) fixou em 1.650.000 euros o seu referencial para a constituição de FCR.

Face ao exposto, não é de estranhar que neste momento em França os “Les Organismes Régionaux de Capital Investissement “ criados no início dos anos 80 possuam, através de participações dos seus Fundos de Capital Risco Regionais, no seu portfólio mais de 2000 empresas que se encontram nos estágios iniciais de crescimento e em sectores de base tecnológica. Estes Fundos, sendo dotados de estruturas simples que se apoiam essencialmente junto dos parceiros de base local, conseguem dessa forma atingir resultados interessantes na dinamização de projectos que procuram o seu primeiro financiamento e que raramente o conseguem junto do sistema de crédito tradicional.

3. Criação das Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco

Numa análise factual ao desenvolvimento da actividade de capital de risco no nosso País, é fácil concluir que se trata de um mercado concentrado em que algumas Sociedades têm cada vez maior poder e influência e onde os montantes médios de investimento têm tendência para aumentar. Ora este facto, bem evidenciado em relatórios de acompanhamento da OCDE, tem vindo a provocar um significativo mal estar junto da comunidade empreendedora uma vez que a possibilidade de as empresas em inicio de actividade poderem obter financiamento junto das Sociedades de Capital de Risco Institucionais é cada vez menor pois estas preferem cada vez mais os projectos de maior dimensão e em estados de desenvolvimento mais maduros. Esta realidade é bem patente na análise dos indicadores estatísticos produzidos pela APCRI nos quais se pode constatar que, com excepção do envolvimento recente das SCR onde o Estado detém a maioria do capital, a generalidade dos investimentos são efectuados nas fases de capital expansão e operações de MBO, limitando assim a procura por parte dos inúmeros projectos que começam a sair dos nossos meios universitários, centros de investigação e desenvolvimento, incubadoras e parques tecnológicos, entre outros.

Talvez um dos factores que possa explicar esta realidade se traduza no facto de, ao longo dos últimos 20 anos, o número de Sociedades de Capital de Risco em Espanha ter passado de 24 para 124, enquanto que no nosso País o numero se mantém praticamente o mesmo, ou seja, cerca de 22 Entidades a operar neste sector. Como curiosidade, refira-se que em 2005 investiu-se em Espanha 4.117 milhões de euros, contra os 244 milhões de euros registados em Portugal, enquanto no 1º semestre deste ano foram investidos 960 milhões de euros, contra os 56 milhões de euros alcançados no nosso País.

Acreditamos, assim, que se torna necessário estimular o aparecimento de fundos privados, em particular para o apoio de empresas em face de início da sua actividade, resultante de uma diversificação das fontes potenciais de capital de risco nomeadamente com origem a nível regional por um lado mas também na captação de fundos com origem internacional por outro.

Nesse sentido sugerimos a criação, no nosso enquadramento jurídico, da figura das Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco que teriam como objecto social a gestão e administração de fundos de capital de risco e de activos de sociedades de capital de risco, permitindo fomentar o aparecimento de novos operadores no mercado, nomeadamente por parte de entidades independentes dos grupos financeiros que operam no mercado português. Para o efeito recomenda-se, tal como acontece em Espanha e em França onde estas sociedades se encontram definidas nos respectivos enquadramentos jurídicos e fiscais, que o capital social mínimo necessário à implementação deste tipo de sociedades se situe em 125.000 euros a exemplo do que ocorre actualmente em França.

Este facto é tanto ou mais importante quanto se sabe que o exercício da actividade de capital de risco, mesmo nos países mais evoluídos como o Reino Unido ou os EUA, é feita cada vez mais com recurso à constituição de fundos de capital de risco, os quais assumem o investimento necessário ao desenvolvimento das sociedades participadas, reservando-se as Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco para a actividade de gestão de tais fundos. Em face do exposto e uma vez que o exercício da actividade de capital de risco não se efectua com o recurso aos fundos destas Sociedades Gestoras, acreditamos que a implementação no nosso ordenamento jurídico deste tipo de Entidades com capitais sociais mínimos inferiores aos actualmente exigidos para a constituição das SCR – recorde-se de 750.000 euros – irá contribuir decisivamente para o aumento de novos “players” – de preferência a gerirem fundos de capital de risco em fases iniciais - nesta importante Indústria.

4. Aumentar de 5 para 10 anos os investimentos dos ICR

A experiência, nacional e internacional, revela que os investimentos de um *Business Angel*, em média, variam entre os 2 e os 8 anos, pelo que limitar o período dos investimentos realizados em Portugal para 5 anos afigura-se redutor. Seria, pois, importante não criar barreiras artificiais à adesão de *Business Angels*, e nesse sentido, considerando a média apurada, sugerimos o aumento do limite máximo para 10 anos, de forma a passar a equiparar-se os investimentos dos ICR aos FCR e SCR.

5. Alteração do artigo 4º da proposta, com vista a aliviar a carga burocrática dos ICR

A CMVM deve ter uma função de regulamentação e supervisão da actividade dos *Business Angels* e não de fiscalização, pois esta encontrará no sistema fiscal português, em sede de IRC e IRS, os devidos mecanismos de controlo. Nesta conformidade, deverá ser garantido um funcionamento leve do

sistema, para que os custos associados ao registo e à supervisão da actividade dos *Business Angels* sejam para estes os mais baixos possíveis. Contrariamente ao que se verifica com os FCR e com as SCR, no caso do ICR não é necessário proteger os interesses do público em geral, de minoritários ou do mercado em geral, pois os ICR investem nas empresas que pretendem, assumindo o risco desses investimentos. Em matéria fiscal, sobre a qual nos pronunciaremos mais adiante, deve ser evitada uma carga burocrática pesada. Actualmente, qualquer pessoa pode investir em outras sociedades, inclusive em regimes mais favoráveis aos propositos, não estando sujeita a qualquer registo.

Não tendo sido tornado público o custo de registo por parte da CMVM, entendemos que ao se reduzir a carga burocrática da CMVM, permitirá a esta entidade, ter valores mais competitivos.

6. Possibilidade do registo dos ICR passar a ser público.

Apesar de, na sua maioria, os ICR pretenderem o anonimato, a legislação deveria permitir que, a requerimento do próprio, o seu registo na CMVM fosse público. Além disso, e independentemente da publicidade da identidade dos ICR, a CMVM deverá publicar estatísticas sobre a respectiva actividade.

Por fim, os signatários consideram ainda dever realçar que, apesar de todos os aspectos positivos contemplados na proposta da CMVM, aos quais não hesitam em atribuir todo o seu reconhecimento e satisfação, do ponto de vista fiscal, a referida proposta não se revela, por ora, muito interessante para os *Business Angels*. Como se poderá verificar, no quadro seguinte, a criação dos ICR aumenta a burocracia, os custos financeiros e de tratamento da informação para um *Business Angel*, que provavelmente encontrará neste modelo menos vantagens do que na sua situação actual (ex: ao proceder à venda de acções com mais de 12 meses está isento de mais valias).

O exemplo escolhido, assenta num *Business Angel* que investe 40.000 euros numa única sociedade anónima e ao fim de 5 anos vende a sua participação por 80.000 euros. Outros exemplos poderiam ser dados, todavia acreditamos que o caso apresentado é suficientemente clarificador da necessidade de serem tomadas mais medidas dinamizadoras da actividade dos *Business Angels em Portugal*.

No exemplo apresentado, compara-se, ainda, o regime fiscal aplicável em Portugal com o regime fiscal Inglês, através do “*Enterprise Investment Scheme*”, o qual se tem revelado um sucesso nas políticas de incentivo ao capital de risco formal e informal.

Quadro /exemplo:

RÚBRICAS	Inglaterra	Portugal Sem ICR	Portugal com ICR
Investimento em empresa SA - Ano 0	40.000	40.000	40.000
Venda da participação ao fim de 5 anos	80.000	80.000	80.000
Lucro Bruto	40.000	40.000	40.000
Outros Custos			
Contabilista (200 euros/mês X (12+1) meses X 5 anos)*	0	0	13.000
Custos de registo CMVM (1 vez em 5 anos) *	0	0	500
Custos de tempo de reporting de ICR não considerados			
Total outros Custos	0	0	13.500
Impostos			
IRC	0	0	0
Crédito de imposto no ano de investimento (Inglaterra 20%)	8.000	0	0
Pagamento Especial por Conta 1250 euros X 4 anos (1ºisento)	0	0	5.000
Total Impostos	-8.000	0	5.000
Custos de distribuição de dividendos			
Lucros antes de distribuição de dividendos	48.000	40.000	21.500
Tributação dos rendimentos colocados à disposição	0	0	2.150
Lucro Líquido que Business Angel recebe	48.000	40.000	19.350
Taxa de Rentabilidade dos Capitais Próprios Investidos	120%	100%	48%

Nota: Moeda EUR

*Valores Estimados

Considera a FNABA que, conjuntamente com esta iniciativa da CMVM, e tendo em conta que o objectivo se traduz efectivamente em dinamizar o investimento por parte dos Business Angels em Portugal, o governo deveria legislar/ regulamentar no sentido de permitir:

a) A eliminação do Pagamento Especial por Conta para os ICR, uma vez que irão estar isentos de IRC os rendimentos de qualquer natureza, obtidos pelos investidores em capital de risco (ICR) que se constituam e operem de acordo com a legislação nacional.

b) A criação de um crédito de imposto no ano de investimento, por exemplo de 20%, à semelhança do que acontece em Inglaterra (“Enterprise Investment Scheme”), ou de 25%, tal como sucede em França (“Loi DUTREIL”);

c) Que as perdas sejam deduzidas no IRS do *Business Angel*, à semelhança do que acontece em vários países (como, por exemplo, em Inglaterra);

d) O acesso dos Business Angels (ICR) a fundos de co-investimento com especial relevo para as iniciativas contempladas no actual Fundo de Sindicação de Capital de Risco;

e) A criação de mecanismos mais simplificados para que um *Business Angel* possa investir directamente em sociedades, sem que para tal necessite de criar uma nova sociedade, o que iria seguramente implicar mais burocracia e mais custos. O exemplo inglês é bem elucidativo do caminho a seguir. A CMVM nesse regime poderia fazer o registo de pessoas singulares (BA) e obrigar à verificação de alguns procedimentos anuais, de forma a que na declaração anual de IRS, os BA preencheriam os movimentos de compra e venda de participações em sociedades (à semelhança do que já acontece hoje), podendo apenas os BA registados na CMVM, beneficiar de incentivos fiscais agora propostos ou outros a criar.

f) A criação de mecanismos ou figuras jurídicas que permitam aos BA investir através de sociedades veículo. Uma prática muito comum a nível Europeu, e que poderá ser potenciada em Portugal, é o investimento de vários BA em empresas de elevado potencial de crescimento (vulgarmente designadas por “gazelas”) através de Clubes de Business Angels ou de sociedades veículo (com outros BA). Esta evolução é particularmente útil uma vez que permitirá a diversos BA agruparem as suas capacidades de investimento no seio de uma “sociedade veículo”, contribuindo assim para o financiamento das “gazelas” mais importantes sem que os seus membros percam o

benefício fiscal a que teriam direito caso o fizessem através das sociedades unipessoais a que se refere a actual proposta da CMVM.

g) Investir na informação e formação de Business Angels. À semelhança do que acontece noutros sectores de actividade em Portugal e no Estrangeiro, o governo - na senda da Estratégia de Lisboa- deveria desencadear, a nível nacional, uma política de divulgação e informação sobre as vantagens de ser ICR (BA). Por exemplo, o governo inglês organiza, em conjunto com entidades representativas do sector, cursos de formação de Business Angels, tendo-se mostrado ser esse um dos principais mecanismos de atracção do investimento. Em França, o governo em conjunto com a Federação Francesa de Associações de Business Angels criou, em Julho passado, um projecto de interesse nacional que visa dotar os Clubes Regionais de Business Angels de um apoio financeiro de 100.000 euros que lhes permita durante um período de três anos desenvolver acções de promoção e formação dos seus membros nomeadamente através de iniciativas de cooperação com as entidades –Parques Tecnológicos, Centros de Investigação e Desenvolvimento, Agências de Desenvolvimento, Incubadoras...– que fomentam a criação de empresas de elevado potencial, a obtenção de conhecimentos sobre as melhores práticas na avaliação de projectos, técnicas de negociação e adopção de regras de corporate governance em especial ao nível das empresas que se encontram em estágios de desenvolvimento iniciais.

Apesar das várias limitações evidenciadas no corpo da proposta da CMVM em análise, considera a FNABA que esta constitui um fio condutor de um importante conjunto de acções que têm que ser adoptadas ao nível das políticas públicas de incentivo ao empreendedorismo e ao capital de risco nacional.

É preciso agora transformar estes passos em caminho, e dos degraus se fazer escada, por forma a que este conjunto de acções se transforme num corpo coerente e homogéneo apto a convocar a cultura empreendedora, a dinamizar o capital de risco enquanto instrumento de apoio à criação e desenvolvimento das pequenas e média empresas, e bem assim a potenciar a actividade dos Business Angels em Portugal.

Nos dias 16 e 17 de Abril de 2007, realizar-se-á no Centro de Congressos do Estoril, o Congresso Europeu de Business Angels, a cargo do IAPMEI, Gesventure, PME Capital e Câmara Municipal de Cascais, com o apoio da FNABA. Reputamos o momento oportuno para demonstrar que Portugal, nesta actividade, pode ser o farol da Europa, ao evidenciar políticas públicas de investimento onde o capital de risco se assume, em todas as suas vertentes, como mecanismo essencial de desenvolvimento do tecido empresarial português.

Resta-nos informar que as organizações signatárias se colocam ao dispor para participar em reuniões posteriores que venham a ser realizadas, sobre as alterações constantes da proposta de articulado sujeita a discussão pública, caso V. Exas. venham a considerar pertinente.

Com os melhores cumprimentos

FNABA – Francisco Banha – Presidente

EBAN – Anthony Clarke – Presidente (também preside a British Business Angels Association)

Algarve Business Angels – Domingos Silva - Presidente

Business Angels Club – Francisco Banha – Presidente

Clube de Business Angels da Covilhã – Pedro Farromba – Membro do núcleo fundador

Clube de Cascais – Paulo Andrez - Presidente

Invicta Angels – Ricardo Luz - Presidente