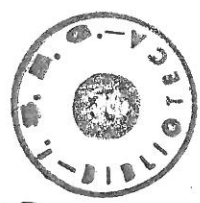


X-96 - 057051-0

RESERVADO

I. S. E. G.	
Biblioteca	
O. E.	45096
2589-G.	

HG4751.338 1996



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM

“ GESTÃO (MBA) “

TÍTULO DA DISSERTAÇÃO

“O IMPACTO
 DA FISCALIDADE NA ACTIVIDADE DE
 CAPITAL DE RISCO”

NOME COMPLETO DO AUTOR

“ FRANCISCO MANUEL ESPINGARDEIRO BANHA “

Orientação: Prof. Doutor João Carvalho das Neves

Júri:

Presidente: Prof. Doutor Rogério Fernandes Ferreira

Vogais: Prof. Doutor João Carvalho das Neves
 Mestre José Azevedo Rodrigues

Outubro/1996



ÍNDICE

2.2. Que Enquadramento Fiscal temos tido no sector de Capital de Risco.....	
2.2.1. Estatuto dos Benefícios Fiscais.....	
2.2.2. Imposto Sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas.....	
2.2.3. Imposto sobre o Valor Acrescentado.....	
2.2.4. Imposto sobre Sucessões e Doações por avença.....	
2.2.5. Imposto do Selo.....	
2.2.6. Contas consolidadas.....	
2.2.7. Parafiscalidade (Segurança Social).....	
2.2.8. Regime Fiscal dos Fundos de Capital de Risco e dos FRIE.....	
2.2.9. Conclusões.....	

Capítulo 3: ASPECTOS RELEVANTES DO ENQUADRAMENTO LEGAL DO SECTOR DO CAPITAL DE RISCO.....

3.1. Enquadramento Legal das SCR.....	
3.2. Enquadramento Legal dos FCR.....	
3.3. Enquadramento Legal dos FRIE.....	
3.4. Aplicação do Plano de Contas do Sector Bancário às SCR.....	
3.5. Conclusões.....	

Capítulo 4: ENQUADRAMENTO LEGAL E FISCAL NO REINO UNIDO.....

4.1. Introdução.....	
4.2. Evolução.....	
4.3. Benefícios Fiscais existentes nos VCT.....	
4.4. Condições de Aprovação de um VCT.....	
4.5. Regulamentações Específicas.....	
4.6. Detenções Qualificadas.....	
4.7. Mercado Alternativo de Investimento (AIM)..	
4.8. Teste dos Activos Brutos.....	
4.9. Empréstimos aos Investidores.....	

4.10. Programa de Investimento Empresarial (EIS)	71
4.11. Segurança Social.....	71
4.12. Tributação das Sociedades no Reino Unido...	72
4.13. Imposto Sobre o Valor Acrescentado.....	72
4.14. Imposto do Selo.....	72
4.15. Imposto de Mais - Valias.....	72
4.16. Benefícios ao Reinvestimento.....	73
4.17. Tratamento de Menos - Valias.....	73
4.18. Imposto sobre Heranças.....	73
4.19. Dividendos.....	74
4.20. Entidade Fiscalizadora.....	74
4.21. Conclusões.....	75
Capítulo 5: <u>EFEITOS DA HARMONIZAÇÃO FISCAL</u>	
<u>EUROPEIA.....</u>	76
5.1. Introdução.....	76
5.2. Regimes aplicáveis às estruturas de Capital de Risco a nível Europeu.....	77
5.3. Perspectivas da evolução futura da harmonização fiscal.....	84
5.4. Conclusões.....	87
PARTE III - QUANTIFICAÇÃO E IMPACTO DA FISCALIDADE NO SECTOR DE CAPITAL DE RISCO.....	89
Capítulo 6: <u>RESULTADOS EMPRESARIAIS E FISCALIDADE.....</u>	90
6.1. A quantificação do Resultado Empresarial em 1994 e 1995.....	90
6.2. Análise da taxa efectiva de tributação.....	96
6.3. Análise do Impacto Fiscal da Legislação do R.U. sobre as SCR Portuguesas.....	98
6.4. O efeito do IVA nas Demonstrações Financeiras das SCR.....	99
6.5. Conclusões.....	100

Capítulo 7: <u>PROPOSTAS DE MODIFICAÇÃO DO</u> <u>ENQUADRAMENTO LEGAL E FISCAL ACTUAL.....</u>	101
7.1. Análise Estatística do Inquérito Realizado.....	101
7.2. Recomendações para um novo Enquadramento Legal e Fiscal.....	108
7.3. Conclusão.....	113
7.4. Críticas ao Trabalho.....	114
7.5. Implicações para Investigação Futura.....	115
Anexo e Bibliografia.....	117
Inquérito Enviado às SCR.....	118
Tratamento Estatístico (Quadros e Clusters).....	121
Legislação Específica.....	132
Apêndice e Referências.....	134
Bibliografia.....	135

RESUMO



Sabendo que, tal como os restantes intervenientes do nosso sistema financeiro, as entidades de Capital de Risco têm um normativo específico que as regulamenta, interessa então analisar o carácter tributário a que as mesmas se encontram sujeitas. Esta análise é tanto mais importante, quanto se entende que uma legislação fiscal favorável poderá conseguir uma maior consolidação do sector, tanto no meio das Empresas que nele operam, como no que se refere à captação de novos fundos.

Nesse sentido a presente Tese de Mestrado incide sobre os principais temas fiscais, com impacto na actividade das Sociedades de Capital de Risco, tentando aferir dos condicionalismos existentes a uma maior dinamização de tão importante instrumento financeiro para as PME's portuguesas. Desta forma, ponderando acerca desses condicionalismos da vertente fiscal, talvez possamos compreender a fraca adesão dos Grupos Económicos e Financeiros Privados à actividade do Capital de Risco em Portugal ao contrário do que sucede nos restantes países Europeus, para não falar mesmo dos EUA.

A comparação do Sistema Fiscal Português com o do Reino Unido e a realização de um inquérito junto dos gestores das SCR's Portuguesas, mereceram particular atenção, por forma a apresentar um conjunto de recomendações que tornem mais atractivo o actual quadro legal e fiscal deste sector.

• PALAVRAS - CHAVE:

- Capital de Risco
- Legislação
- Fiscalidade
- Sistema Financeiro
- Comparação Reino-Unido

ABSTRACT

The venture capital firms have a specific law to regulate their activity in the financial market system. It is important to analyse the tax treatment on which those are subjected to.

The tax regulations will be analysed because we consider that a favourable fiscal environment may contribute to increase the consolidation of the sector, either in the companies (Who work on it) or in captation of new funds.

It is hypotetised that the fiscal conditions, may be one of the reasons for the low interest of Private Groups, on the activity of Venture Capital in Portugal, in contrast to what happens in the United Kingdom.

The comparison established between Portuguese and United Kingdom fiscal system, jointly with the result of the survey that was returned back, by managers of the venture capital firms deserved a special attention and treatment in order to introduce a set of changes that may improve the actual legal and fiscal frame.

• KEYS WORDS:

- Venture Capital
- Law to Regulate
- Fiscal System
- Financial System
- UK Comparison

*À minha mulher
e ao meu filho, pelo apoio
permanente e compreensão
manifestada.*

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Professor Doutor João Carvalho das Neves, dedico as minhas primeiras palavras de agradecimento, pelo entusiasmo e confiança que me transmitiu, bem como pelas reflexões críticas dispensadas, permitindo-me ultrapassar dificuldades surgidas ao longo deste trabalho.

Uma palavra de profundo agradecimento merecem os Senhores Doutores, Luís Palha da Silva e António José Albino Freire, pela confiança que em mim depositaram, quando em 1989, assumi funções de responsabilidade numa Sociedade de Capital de Risco.

À IPE CAPITAL, S.A., nas pessoas do seu Administrador Dr. Rui Soares e da Gestora de Participações, Dr.^a Filomena Pastor, pela colaboração e facilitação de informação de que a Entidade é possuidora.

À BNU CAPITAL, S.A., na pessoa do seu Director Geral, Dr. Luís Pimentel, às Sociedades que responderam ao inquérito e ao Secretário-Geral da APCRI, Eng^o Paulo Caetano, pelas sugestões imprescindíveis para uma recolha de dados mais expedita e para uma interpretação dos resultados mais rica.

Aos meus amigos, Adelaide Manhiça, Carlos Merca, Carminda Redol e Vítor Velez pela ajuda na recolha de informações e pela actualização das mesmas.

Finalmente, à minha esposa, Paula Cristina e ao meu filho, Francisco Miguel, pelo seu grande apoio neste trabalho.

Assumo toda e qualquer responsabilidade pelos eventuais erros e/ou insuficiências que este trabalho possa conter, ilibando todas as pessoas e entidades acima referidas de quaisquer problemas que possam eventualmente surgir.

LISTA DE GRÁFICOS

		<u>Pag.</u>
Gráfico I	Evolução do Capital de Risco na Europa.....	6
Gráfico II	Evolução dos número das SCR em Portugal.....	9
Gráfico III	Evolução dos Fundos em Portugal....	9
Gráfico IV	Fontes de captação de Fundos (Europa).....	10
Gráfico V	Aplicação dos Fundos, por natureza de Investimento, na Europa.....	16
Gráfico VI	Aplicação dos Fundos, por natureza de Investimento, em Portugal.....	17

LISTA DE QUADROS

		<u>Pag.</u>
Quadro I	Evolução dos Fundos e novos Fundos constituídos na Europa.....	7
Quadro II	Evolução do sector em Portugal.....	9
Quadro III	Origem dos Fundos de Capital de Risco em Portugal.....	12
Quadro IV	Evolução dos Fundos em Inglaterra.....	13
Quadro V	Montantes e número de Investimentos (Europa).....	14
Quadro VI	Aplicação dos Fundos por natureza de Investimento em Portugal.....	17
Quadro VII	Investimento por Categorias de Financiamento no Reino Unido.....	19
Quadro VIII	Movimentação da Carteira de Fundos a nível Europeu.....	91
Quadro IX	Estrutura da demonstração de Resultados	94
Quadro X	Empresas com Controlo Estatal Versus Privadas.....	95
Quadro XI	Decomposição dos resultados das Entidades Públicas face às Privadas.....	95
Quadro XII	Decomposição dos resultados por instituições Financeiras, Grupos económicos ou Públicos.....	95
Quadro XIII	Análise Fiscal por Grupo de SCR.....	97
Quadro XIV	Impacto Fiscal Portugal versus R.U.....	98
Quadro XV	IVA nas SCR - 1994/1995.....	99
Quadro XVI	Tabela de Respostas.- Fiscalidade.....	103
Quadro XVII	Tabela de Respostas.- Legislação.....	104

LISTA DE ABREVIATURAS

A.P.C.R.I.	Associação Portuguesa de Capital de Risco
B.V.C.A	British Venture Capital Association
E.A.S.D.A.Q	European Association of Securities Dealers
E.B.F.	Estatuto dos Benefícios Fiscais
E.I.S.	Enterprise Investment Scheme
E.V.C.A.	European Venture Capital Association
F.C.R.	Fundo de Capital de Risco
F.I.C.O.	Financial Intermediaries and Claims Office
F.R.I.E.	Fundo de Reestruturação e Internacionalização da Economia
I.R.C.	Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas
I.V.A.	Imposto sobre o Valor Acrescentado
M.B.I.	Management Buy-In
M.B.O.	Management Buy-Out
P.M.E.	Pequena e Média Empresa
P.O.C.	Plano Oficial de Contabilidade
R.E.T.E.X.	Regime de Apoio à Reestruturação do Sector dos Têxteis
R.U.	Reino Unido
S.C.R.	Sociedades de Capital de Risco
S.G.P.S.	Sociedades Gestoras de Participações Sociais
S.I.	Sociedades de Investimento
U.E.	União Europeia
V.C.T.	Venture Capital Trust

PREFÁCIO

O Capital de Risco, em Portugal, continua a ser um produto financeiro relativamente novo. Apesar deste sector estar em actividade desde 1986, os empresários portugueses têm ainda uma certa relutância na utilização deste instrumento de financiamento que aposta na parceria de capital e gestão.

A ideia subjacente ao capital de risco - "venture capital" na expressão original - é associar, temporariamente, o espírito empreendedor e a criatividade dos empresários aos recursos financeiros das Sociedades de Capital de Risco, através de participações minoritárias, de forma a obterem ganhos significativos para ambas as partes sem incorrer em elevados níveis de endividamento e consequentes custos financeiros.

Ao analisar o mercado de "Venture Capital" - termo muito mais abrangente - é usual segmentá-lo, através das variáveis risco e retorno, dando origem a diferentes termos e definições de capital de risco. No entanto, não é objectivo desta dissertação fazer uma análise extensiva dos diversos aspectos conceptuais do capital de risco, visto que este tema já foi elaborado por diversos indivíduos e entidades.

OBJECTIVO DA INVESTIGAÇÃO

O objectivo da presente dissertação consiste na análise comparativa dos principais temas fiscais com impacto fiscal na actividade das SCR, recorrendo especificamente ao caso inglês, onde o capital de risco é considerado um "produto" de grande sucesso.

Como hipótese de trabalho admite-se que o enquadramento legal e fiscal em Portugal é menos incentivador do que noutros Países Europeus nomeadamente com o sistema vigente no Reino Unido.

ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

Este trabalho está organizado em três partes:

- A primeira onde se descreve o historial e a evolução do capital de risco na Europa, Portugal e Reino Unido.
- A segunda onde para além da descrição do enquadramento legal e fiscal do mercado Português e Inglês, se elabora, uma análise crítica, de forma a inserir o estudo final a realizar, num contexto ideal de comparação.
- Finalmente, recorrendo à análise das Demonstrações dos Resultados referentes aos exercícios de 1994 e 1995, procurou-se conhecer a quantificação do resultado empresarial deste sector elaborando-se por método comparativo, uma análise da tributação fiscal Portuguesa versus a do R.U.
Posteriormente, e com base na análise das respostas a um inquérito enviado às SCR, redigem-se algumas conclusões e recomendações que possam contribuir para a melhoria do actual enquadramento legal e fiscal.

METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Todos os dados utilizados na análise crítica e comparativa do sector de capital de risco, quer em Portugal, quer referente aos diversos países europeus, foram publicados pela APCRI, EVCA - European Venture Capital Association - e BVCA - British Venture Capital Association.


Foi também possível recolher bastantes informações, na vertente fiscal, através de contactos no Reino Unido, junto da Ernest & Young, Price Waterhouse, Arthur Andersen, BDO e KPMG.

Também foram consultados dezenas de artigos publicados sobre o funcionamento do Capital de Risco em Portugal e no Reino Unido, bem como os "Relatórios e Contas" das SCR Portuguesas, referentes aos exercícios de 1994 e 1995.

Ao mesmo tempo elaborou-se um inquérito, em anexo, que foi enviado às quinze SCR's, membros da APCRI, em Junho de 1996. Das 15 SCR's consultadas responderam ao inquérito 13 empresas o que revela um elevado grau de representatividade.

Para além dos inquéritos, foram feitas entrevistas em profundidade em três das SCR's, bem como junto de antigos dirigentes da APCRI.

Estas entrevistas visaram, aprofundar as respostas dadas ao inquérito, efectuar uma análise do passado e tecer algumas perspectivas sobre o futuro funcionamento do Capital de Risco em Portugal.



Após a recolha desta informação, efectuou-se o seu tratamento estatístico tendo por base uma análise das respostas dos gestores das SCR's a um conjunto de factores considerados mais relevantes na mudança legal e fiscal, os quais foram ordenados por grau de importância de acordo com uma escala ordinal.

Seguidamente à transformação da informação em dados mensuráveis realizou-se contagens de respostas e cruzamento de variáveis obtendo-se indicadores estatísticos nomeadamente, medianas e percentis, que permitiram apurar a tendência central dos referidos gestores face a cada uma das alterações a propor.

Para além destes indicadores estatísticos simples, recorreremos igualmente à técnica de análise de Cluster para efectuarmos o tratamento quantitativo dessa informação.

Pensamos assim estarem criadas todas as condições para a execução da dissertação proposta no início deste texto.

TÍTULO

A tese de dissertação que me proponho realizar será desenvolvida sob o título: "O IMPACTO DA FISCALIDADE NA ACTIVIDADE DE CAPITAL DE RISCO".

PARTE I

EVOLUÇÃO DO CAPITAL DE RISCO
NA EUROPA EM PORTUGAL
E NO REINO UNIDO

CAPITULO 1: A EVOLUÇÃO DO CAPITAL DE RISCO

1.1 INTRODUÇÃO

A análise do sector do Capital de Risco, a nível Europeu, tem sido possível de realizar, em virtude de a EVCA (European Venture Capital Association) efectuar anualmente um inquérito detalhado junto dos seus membros de 17 Países.

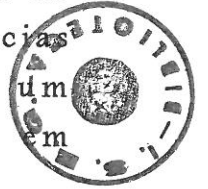
As estatísticas apresentadas pretendem representar da melhor forma possível a totalidade da actividade de capital de risco a nível Europeu.

Como curiosidade refira-se desde já a existência pela primeira vez de dados sobre o capital de risco, na Grécia apesar destes formarem um pequena parcela do total Europeu.

No caso concreto de Portugal, podemos dizer que o Capital de Risco é um produto financeiro relativamente recente, cujo sector teve um grande incremento em 1989/90 tanto no que respeita ao número de empresas em funcionamento, como quanto aos fundos disponíveis para investir. Actualmente assiste-se a uma concentração no sector, quer pela redução do número de empresas quer pelo incremento nos fundos disponíveis.

Verifica-se também a ocorrência de alterações importantes no elenco accionista de algumas sociedades, alterações essas que se traduzem numa maior concentração de capital, o que tem levado as empresas a ficar cada vez mais ligadas aos grandes grupos económicos ou financeiros, aos grandes investidores institucionais e ao sector público.

Para além da associação frequente do termo “capital de risco” a “apoios a fundo perdido” com consequências negativas para a actividade, o sector tem-se debatido com, um enquadramento legal e sobretudo fiscal menos favorável em comparação com os congéneres europeus.



No que se refere ao Reino Unido (RU), importa salientar o facto de a sua indústria de capital de risco ser a mais desenvolvida da Europa, tendo alcançado já uma relativa estabilidade no que concerne à participação do mercado.

A indústria de capital de risco do RU, cresceu rapidamente nos anos 80. O forte desempenho da economia nacional, os melhoramentos no ambiente empresarial durante o governo da Sra. Thatcher, o estabelecimento de um mercado de acções secundário bem como o rápido crescimento (em número e tamanho) dos “Management Buy-Out” (1), foram tudo factores que contribuíram para o desenvolvimento verificado nesta indústria.

No início dos anos 90, verificou-se uma estagnação do número de acordos financiados e um aumento, em média, de cada investimento, demonstrando características de uma indústria com uma certa maturidade.

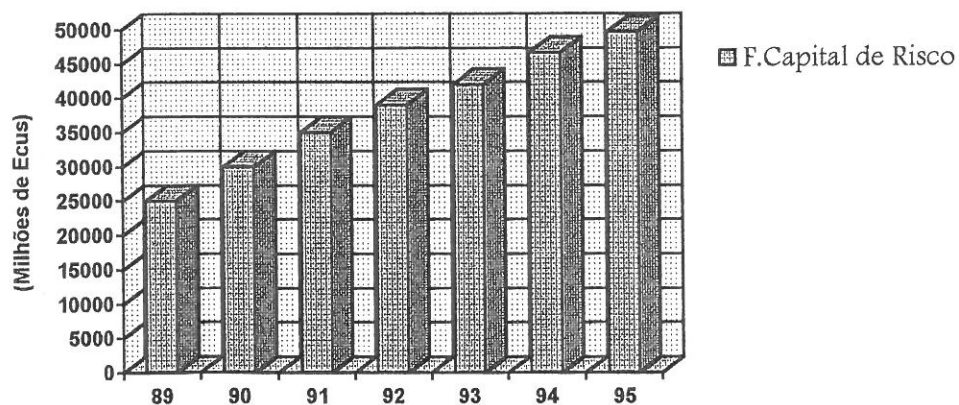
A criação de fundos independentes decresceu, nesses mesmos anos, como resultado da pronunciada recessão e dos ciclos de criação dos fundos no entanto, com as melhorias da situação económica e com a realização de operações de capital de risco de sucesso, o ano de 1994 mostrou ser um ano recorde, em termos de criação de fundos, com mais de 2 biliões de libras de fundos independentes criados.

1.2. DIMENSÃO E EVOLUÇÃO DO SECTOR

Nos últimos anos, o capital de risco nos países europeus da OCDE tem vindo continuamente a crescer com destaque para o excepcional ano de 1994 em que um total de 6,7 Milhões de Ecus deram entrada na Industria Europeia de Capital de Risco verificando-se contudo em 1995 uma certa moderação nesse crescimento.

Se em 1995 o montante global de fundos captados cresceu cerca de 6% face ao ano anterior a constituição de novos fundos ficou-se pelos 4,4 Milhões de Ecus, representando uma queda de 34,3% em comparação com o ano de 1994.

Gráfico I - Evolução do Capital de Risco na Europa



Fonte: EVCA, Yearbook 1996

Nos quatro grandes mercados houve uma retracção na capacidade de constituir novos fundos, especialmente nos casos Inglês, Francês e Alemão, onde os valores em referência se reduziram em 52,1%, 24,8% e 28,9% respectivamente.

Quadro I - Evolução dos Fundos e novos Fundos Constituídos na Europa

	FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO			NOVOS FUNDOS CONSTITUÍDOS		
	1994 (milhões Ecus)	1995 (milhões Ecus)	Crece %	1994 (milhões Ecus)	1995 (milhões Ecus)	Crece %
Reino Unido	20,839	21,517	3.0%	8,844	1,841	52.1%
França	9,670	10,590	9.5%	1,055	798	-24.8%
Alemanha	4,275	4,714	10.3%	295	210	-28.9%
Itália	3,949	3,824	-3.2%	315	264	-16.1%
Holanda	1,847	1,907	3.3%	259	257	-0.4%
Espanha	1,207	1,323	9.6%	60	142	135.8%
Suécia	1,235	1,655	34.0%	234	438	87.1%
Bélgica	1,073	1,269	18.2%	90	160	78.2%
Suíça	565	648	13.8%	54	48	-11.2%
Irlanda	540	540	0.0%	185	12	-93.3%
Noruega	353	404	14.4%	38	46	19.9%
Dinamarca	416	458	10.1%	110	28	-74.6%
Portugal	329	438	25.6%	115	86	25.0%
Finlândia	207	278	34.3%	40	53	32.8%
Áustria	48	51	5.8%	0	1	---
Islândia	39	43	9.5%	0	4	1981.5%
Grécia	---	15	---	---	15	---
Europa	46,655	49,669	6.5%	6,694	4,398	-34.3%

Fonte: EVCA, Yearbook 1996

Saliente-se a evolução, contrária à média europeia, de alguns pequenos mercados como a Suécia, Espanha e Bélgica, onde o crescimento da actividade, quer em termos globais quer quanto à captação de novos fundos, teve um incremento muito significativo.

No que se refere a Portugal e de acordo com os dados fornecidos pela APCRI - Associação Portuguesa das Empresas de Capital de Risco - em finais de 1995, encontravam-se em actividade 16 empresas.

O total das participações concretizadas atinge o valor de 66,40 milhões de contos. Este montante é relativo a um universo de 145 empresas, predominantemente PME's, visto que apenas 25 têm mais de 500 empregados ao seu dispor.

É importante referir ainda que uma percentagem considerável das participações pertence à Indústria Transformadora, cerca de 41%.

Os desinvestimentos, incluindo os "write-offs", perfizeram um total de 89 casos, no valor total de 9,7 milhões de contos.

A conhecida fragilidade da estrutura financeira da maioria das empresas industriais, fizeram o Estado encarar o capital de risco como um instrumento de grande interesse para a criação e relançamento das empresas.

São poucas as PME's portuguesas com autonomia financeira superiores a 25% e muitas delas apresentam também rácios de 80 a 90% entre os passivos de curto e médio prazo.

Apareceram assim enquadradas nas medidas do PEDIP I duas SCR's - a NORPEDIP e a SULPEDIP com capital social de 5.5 milhões de contos cada e que iniciaram a sua actividade em meados de 1989. São participadas por 24 accionistas, entre eles o IAPMEI, o IPE e varias instituições bancárias.

O seu objectivo é participarem temporariamente no capital social de empresas industriais. Como a procura para a intervenção destas duas sociedades se esgotou desde o final de 1993, o Ministério da Industria criou um novo produto, os FRIE's - Fundos de Restruturação e Internacionalização Empresarial, ou seja, fundos abertos de capital de risco.

Apesar de todas as dificuldades surgidas bem como os adicionais efeitos da recessão económica, a importância do produto capital de risco foi e é significativo para um número considerável de PME's nacionais.

O sector apresenta já, no nosso país, alguma dimensão, detendo cerca de 73 milhões de contos sob gestão, dos quais 17% ainda estão disponíveis para investimento.

Quadro II - Evolução do Sector (Portugal)

EVOLUÇÃO DO SECTOR				
	SCR em Actividade (nº)	Fundos Disponíveis No ano (milhões de Contos)	Fundos Aplicados (milhões de Contos)	Fundos Disponíveis. Final do Ano (milhões de Contos)
1986	1	---	---	---
1987	2	1.00	0.30	0.70
1988	9	5.00	0.90	4.10
1989	19	27.00	3.00	24.00
1990	25	30.00	9.00	21.00
1991	29	35.34	15.81	19.53
1992	24	28.20	18.14	10.06
1993	19	58.96	34.63	24.33
1994	17	75.91	42.40	33.52
1995	16	72.77	46.19	26.59

Fonte: APCRI (1996)

Gráfico II - Evolução do número das SCR

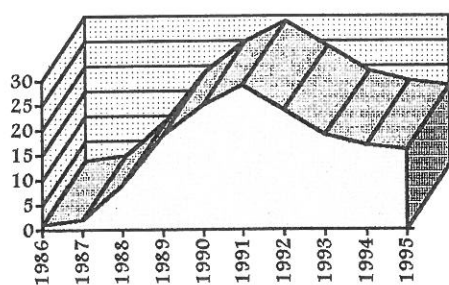
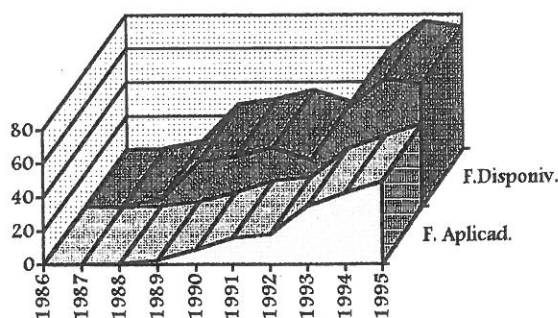


Gráfico III - Evolução dos Fundos



Fonte: Relatório e Contas IPE Capital, 1995

No Reino Unido o capital de risco tem uma enorme importância nomeadamente no financiamento e apoio à criação de empresas privadas de sucesso.

O mercado de Capital de Risco Britânico é o mais desenvolvido da Europa (contabilizando 43% do total europeu em 1995) e é o segundo mais importante a nível mundial, sendo o primeiro o dos Estados Unidos.

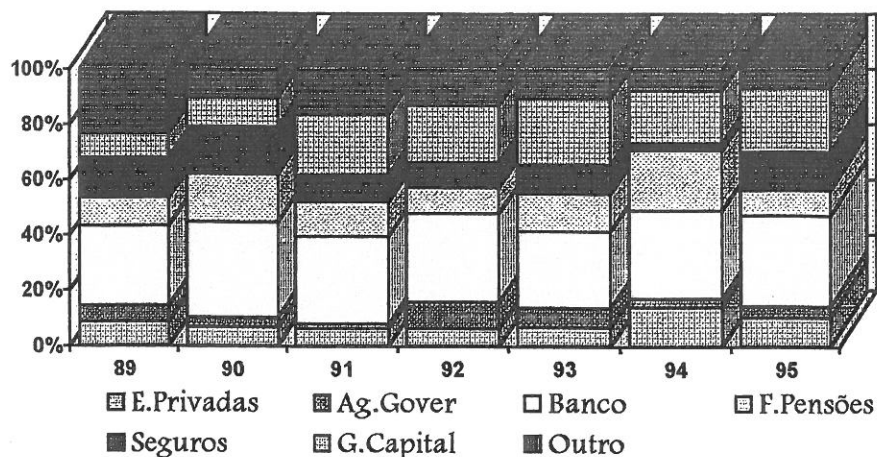
O ano de 1995 foi até então ,um ano de recordes no que se refere a investimentos em capital de risco: com 2.5 biliões de Libras investidas em mais de 1000 novas empresas e na gestão das empresas Buy-In ⁽²⁾ e Buy-Out. De notar que estes valores representam um incremento de 22% relativamente ao recorde de 1994, que foi de 2.1 biliões de Libras.

1.3. FONTES DE CAPTAÇÃO DE FUNDOS

Como vai sendo usual, a Banca representa, na Europa, a maior origem de disponibilidades para o sector, se bem que, no período 1994/1995, a influência desta na constituição dos novos fundos reduziu-se de 28.4% para 25.6%.

Na fonte de captação de fundos dever-se-á salientar a diminuição de 32% nos ganhos de capital da própria actividade, que perfazendo cerca de 790 milhões de Ecus, representaram no entanto 18% do montante captado para novos fundos, o que reflecte, de certo modo, a maturidade de alguns mercados que se encontram numa fase de rotação de carteira.

Gráfico IV - Evolução por Fontes de Captação de Fundos (Europa)



Fonte: Relatório e Contas IPE Capital, 1995

As quantias criadas em cada país, individualmente, variam bastante de ano para ano. Trata-se especialmente dos casos de pequenos mercados, em que só um ou dois fundos independentes poderão ser aumentados em cada ano, sendo assim pouco esperada uma tendência de estabilidade.

Os bancos já não são, hoje em dia, a única fonte de capital e a sua participação, em termos de valores totais, tem vindo a registar uma quebra desde há uns anos. Em contrapartida, os fundos de pensões contribuíram, em 1995, com uma maior quantia de Capital de risco, embora não muito significativa (1,2 biliões de Ecus comparados com 1,1 biliões de Ecus em 1994).

As "Semi-Captive Organisations" (aquelas que tanto investem dinheiro directamente de uma empresa-mãe, como gerem um fundo independente) representam por si só, cerca de 20% da quantia total investida em 1995. Este tipo "híbrido" de organizações é hoje muito mais importante do que o era há uns anos atrás. É de salientar, que é muitas vezes impossível separar as quantias investidas por uma empresa-mãe, das que são investidas através de fundos independentes.

A quantia de capital de investimento, originado por ganhos de capital na Europa, foi inferior à obtida no ano de 1994, descendo de 1,2 biliões de Ecus para 789 milhões de Ecus, sendo ainda superior aos valores de 1993 bem como dos anos anteriores, revelando a maturidade de muitos sectores de Capital de Risco Europeu, representando 18,8% de novo capital disponível para investimento.

Um pouco mais de três quartos do Capital de risco total criado, adveio dos "capitalistas de risco" do próprio país; 12% foi resultado de outros países da Europa, enquanto 11% (490 milhões de Ecus) foi criado por países exteriores à Europa.

No caso concreto de Portugal, verificou-se que aos fundos acumulados em 1994 vieram, em 1995, juntar-se mais cerca de 17 milhões de contos. Expectativas de retoma económica, conjugadas com o desenvolvimento de programas comunitários como o PAIEP e o RETEX, levaram à constituição de vários FRIE's que não tiveram certamente alheios a essa expectativa de crescimento.

Quanto às fontes financiadoras da actividade, os fundos institucionais/governamentais assumem igualmente em Portugal uma posição de destaque, representando em 1995, 34% do volume total. O sector bancário, acompanhando a tendência europeia, foi responsável, no último ano, por 3,45% dos novos fundos captados, tendo, no entanto, diminuído a sua influência de 25,33% para 24,40%.

Quadro III - Origem dos Fundos de Capital de Risco (Portugal)

ORIGEM DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO						
	1994		1995		1995	
	Acumulado (milhões de contos)	%	Actividade (milhões de contos)	%	Acumulado (milhões de contos)	%
Inst. Governamental	28.43	39	2.14	13	30.57	34
Invest. Privados	2.17	3	---	---	2.17	2.4
Bancos	18.48	25	3.45	20	21.93	24.4
Seguradoras	1.61	2	0.01	---	1.62	1.8
Outros	20.89	29	10.29	61	31.18	34.7
Reinvest. (+Valias)	1.39	2	1.00	6	2.39	2.7
Total	72.97	100	16.88	100	89.85	100

Fonte: APCRI (1996)

Relativamente ao Reino Unido, poder-se-á referir que a quantia total de capital, direccionada para a sua indústria de capital de risco no ano de 1995 (1,5 biliões de libras), foi somente metade da de 1994. Mas o ano de 94 foi, contudo, um ano excepcional e os números de 1995 estão bem acima de 1 bilião de libras registado em 1993.

A quantia investida pelas "captive organisations" (a qual é considerada como se investida pela empresa-mãe), aumentou de 380 milhões de libras para 622 milhões de libras, mas os ganhos de capital realizados, disponíveis para o reinvestimento, caíram de 373 milhões de libras para 156 milhões de libras. Uma grande parte dos 2,25 biliões de libras de fundos independentes criados por empresas privadas e "semi-captives" em 1994, não foram mantidos em 1995, onde apenas 0,75 biliões de libras foram criados por organizações desse tipo.

De referir que o aumento dos fundos de capital de risco é fortemente influenciado pelo clima económico que prevalece e pelo timing do vencimento dos títulos dos fundos já existentes, dando origem a variações cíclicas dos fundos criados.

Em 1995, 749 milhões de Libras foram criados através de novos compromissos com fundos independentes. O que ficou longe do recorde atingido em 1994 com um total de 2,551 milhões de Libras de fundos criados.

É importante salientar que os fundos de pensões internacionais, bem como os do RU continuam a fornecer as maiores contribuições, na ordem dos 48%.

Quadro IV - Evolução dos Fundos (Inglaterra)

Fundos Independentes	Amount Raised (£M)			%		
	1995	1994	1993	1995	1994	1993
Bancos	49	592	45	7	23	9
Fundos de Pensões	361	796	232	48	31	48
Companhias de Seguros	143	368	106	19	15	22
Corporate Investors	50	424	37	7	17	8
Private individuals	47	96	19	6	4	4
Government institutions	17	35	3	2	1	1
Academic Institutions	50	10	21	7	0	4
Outros	32	230	17	4	9	4
Total	749	2.551	479	100	100	100

Fonte: BVCA 1996

1.4- INVESTIMENTOS REALIZADOS

O número de investimentos realizados pelas SCR's europeias, durante 1995, aumentou 2% em relação ao ano anterior. Um total de 5.546 milhões de Ecus foram aplicados em 4.955 projectos, tendo o investimento médio crescido ligeiramente em relação a 1994 rondando os 1.119 mil Ecus por participação. O Ranking dos cinco maiores mercados investidores manteve-se inalterável reconhecendo-se, contudo, um decréscimo significativo na actividade de todos eles. Nos pequenos países, em consonância com a tendência já descrita face à captação de fundos, registou-se também, quanto à sua aplicação, uma evolução distinta da média. Assim, sobressaem os casos da Noruega, Finlândia e Dinamarca, onde o investimento registou um crescimento de 89,7%, 39,6% e 69,2% respectivamente.

Quadro V- Montantes e Numero de Investimentos (Europa)

	MONTANTES INVESTIDOS			NÚMERO DE INVESTIMENTOS		
	1994 (milhões Ecus)	1995 (milhões Ecus)	Cresc %	1994 (milhões Ecus)	1995 (milhões Ecus)	Cresc %
Reino Unido	2.265	2.633	16,8%	1.954	1.716	-12,2%
França	1.088	851	-21,8%	1.442	994	-31,1%
Alemanha	802	666	-17,0%	740	762	3,0%
Itália	273	253	-7,1%	202	220	8,9%
Holanda	323	467	44,6%	400	280	-30,0%
Espanha	116	163	39,7%	220	218	-0,9%
Bélgica	107	111	4,2%	118	132	11,9%
Portugal	72	55	-24,0%	134	87	-35,1%
Suécia	182	86	-52,9%	71	78	9,9%
Suíça	77	48	-37,3%	57	29	-49,1%
Noruega	63	120	89,7%	151	163	7,9%
Irlanda	27	19	-28,8%	50	33	-34,0%
Finlândia	24	34	39,6%	99	114	15,2%
Dinamarca	18	31	69,2%	33	48	45,5%
Áustria	0	1	343,6%	2	4	100,0%
Islândia	2	1	-64,9%	10	14	40,0%
Grécia	---	8	---	---	13	---
Europa	5.439	5.547	2%	5.683	4.955	-12,8%

Fonte: EVCA, Yearbook 1996

1.5 - TIPOS DE INVESTIMENTOS

Numa abordagem aos investimentos, quanto à fase de desenvolvimento do projecto/empresa para onde são canalizados, e no que se refere à Europa como um todo, nota-se uma manutenção das situações encontradas em anos anteriores. As aplicações de "Buy-Out" são dominantes com 44% e 46% em 1994 e 1995 respectivamente, representando os projectos de expansão o segundo foco de atenções do mercado de capital de risco os quais tiveram um ligeiro decréscimo relativo, 41,4% em 1994 contra 42,2% em 1995.

De salientar a diversidade do valor do investimento médio nas diferentes categorias, especialmente o elevado montante por projecto nas aplicações Buy-Out, 2.417 mil Ecus, em relação ao mesmo indicador nas vertentes expansão, 878 mil Ecus, e "Start-Up" + Capital Semente, 342 mil Ecus.

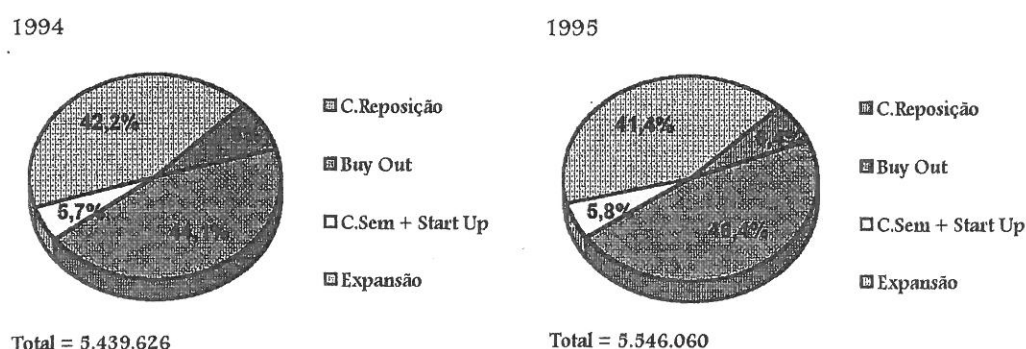
Uma parte do aumento do investimento médio é devido ao continuado recurso aos investimentos "Buy-In" e "Buy-Out". Tal como em 1994, a quantia investida nesta categoria de investimentos, (2,6 biliões de Ecus, com um crescimento registado na ordem dos 7%), excedem as quantias utilizadas em investimentos de expansão (praticamente inalteráveis e com valores na ordem dos 2,3 biliões de Ecus). "Buy-In" e "Buy-Out" contabilizaram 46% das quantias totais investidas no ano de 1995, ainda que só tenham correspondido a 22% do total de investimentos.

Houve, notoriamente menos "seed investments" (financiamentos destinados à pesquisa e desenvolvimentos iniciais de um negócio antes da sua fase de "Start-Up") em 1995 do que em 1994 (123 comparados com 215), mas houve mais "Start-Up" (financiamento proporcionado às empresas para que desenvolvam a sua estratégia e marketing inicial, uma vez que ainda não efectuaram a fase de comercialização dos seus produtos) financiados (816 comparados com 743).

De referir ainda que “Seed investments” e “Start-Up”, considerados em conjunto, contabilizaram 19% do total dos investimentos mas somente 6% das quantias totais investidas.

Da análise do tipo de investimentos efectuados verifica-se que o ponto médio dos investimentos varia bastante consoante as categorias dos mesmos, ampliando-se entre 280,000 Ecus para os “seed investments” e os 2,4 milhões de Ecus para os “Buy-Out”.

Gráfico V - Aplicação dos Fundos por Natureza de Investimento na Europa



Fonte: EVCA, Yearbook 1995 e 1996

No nosso país, e no que se refere à natureza dos investimentos, tem-se vindo a apostar predominantemente em projectos de expansão. De assinalar, contudo, uma transferência, nos dois últimos anos, no peso relativo das categorias “Expansão” e “Start-Up” a favor dos projectos de “recuperação” e “reposição”, um indicador potencial das dificuldades que têm vindo a afectar as empresas portuguesas.

Dos 12,63 milhões de contos investidos em 1995, cerca de 4,3 milhões foram aplicados em projectos de “recuperação” e 0,26 milhões em investimentos de “reposição”.

-A proporção da quantia total investida, representada por investimentos em novas oportunidades, aumentou de 83% em 1994 (1381 milhões de Libras) para 88% em 1995 (1876 milhões de Libras). Os restantes 264 milhões de Libras (12%) foram investidos em empresas que se encontravam já como "receptoras" de financiamento via capital de risco.

-Os Investimentos de expansão continuam a ser a maior categoria de investimentos em capital de risco do RU, contabilizando-se em 53% do total dos investimentos.

-O financiamento do "Management Buy-Out" (MBO) e do "Management Buy-In" (MBI) aumentou 40%, isto é, para 1.560 milhões de Libras, contabilizando 73% do total investido, mas somente 31% do número de financiamentos. Os "MBO" representam sozinhos mais de 50% do total investido e 21% do número de financiamentos.

-O investimento em "Start-Up" e em "Order Early Stage Companies" (4), registou em 1995, 185 financiamentos, correspondendo a um aumento de 12% em montante e 5% em número de financiamentos.

-De todas as categorias de investimentos verificou-se um aumento médio no financiamento na ordem dos 33%, 1.87 milhões de Libras, com particular realce para a disparidade ocorrida entre as médias dos financiamentos MBO/MBI e com os financiamentos de expansão e em "Early Stage" a tornarem-se mais notórios.

Quadro VII - Investimento por categorias de Financiamento no Reino Unido



Investimento por Sector	Nº de Financiamentos		% de Financiamentos		Total Investido (milhões de Liras)		% do Total Investido		Average Size of Financing	
	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994
	Start - Up	86	100	7	9	25	45	1	3	291
Outros Sectores	99	77	9	6	60	31	3	2	606	403
Early Stage	185	177	16	15	85	76	4	5	459	429
Expansão	506	546	44	46	418	415	20	25	826	760
Refin. Bank Deb	15	13	1	1	5	6	0	0	333	462
Secondary	89	131	8	11	72	59	3	3	809	450
Expansão	610	690	53	58	495	480	23	28	811	696
Buy Out	240	219	21	18	1092	797	51	48	4550	3639
Buy In	109	103	10	9	468	315	22	19	4294	3058
Total MBO/MBI	349	322	31	27	1560	1112	73	67	4470	3453
Total	1141	1189	100	100	2140	1668	100	100	1871	1403

Fonte: BVCA 1996

1.6. CAPITAL DISPONÍVEL

Em Janeiro de 1995, o portfólio Europeu, ascendia a um montante de 22.684 milhões de Ecus, durante o ano o investimento líquido foi positivo, com aplicações de 5.546 face a desinvestimentos, da ordem dos 3.122 milhões de Ecus.

A carteira de Fundos registou a seguinte movimentação:

Quadro VIII - Movimentação da Carteira de Fundos a nível Europeu

	Milhões de Ecus
Em 31.12.94	22684
Investimento	5546
• Novas Empresas	4523
• Reforços	1022
Desinvestimentos	3122
• Venda Directa	1187
• Oferta Pública	959
• Outros Meios	521
• Provisões "Write/offs"	455
Em 31.12.95	25.108

Fonte: EVCA, Yearbook 1996

A título conclusivo, merecem-nos referência duas anotações:

- Dos 49.668 milhões de Ecus disponíveis para a actividade, estão investidos cerca de 51%, 25.108 milhões de Ecus, pelo que o sector, embora em fase de abrandamento do seu crescimento e apresentando já alguns sinais de maturidade, mantém ainda uma capacidade de intervenção significativa.
- No que respeita aos desinvestimentos, refira-se que os valores não reflectem as mais valias realizadas mas somente a rotação contabilística da carteira. Salienta-se o peso significativo dos "Write-Offs", cerca de 17%, consequência do nível de insucessos que esta actividade, naturalmente, comporta.

Quanto a Portugal, salienta-se que o Capital de Risco nacional tem uma dimensão assinalável tendo captado, desde 1986 até à actualidade, um volume de fundos acumulados na ordem dos 90 milhões de contos. Deste montante, permanecem disponíveis para investimento cerca de 27 milhões de contos.

1.7. PERSPECTIVAS

Para os próximos anos as expectativas vão de encontro a um novo incremento da actividade. Já em 1995, a retoma Europeia fez-se também sentir no mercado de capital de risco e alguns dos problemas que afectaram o sector, no início da década, têm vindo a dar sinais de estarem ultrapassados.

Actualmente, o grande desafio que se coloca às empresas de capital de risco europeias é a capacidade de encontrarem mecanismos que lhes permitam uma rotação de activos eficaz.

A escassez de mercados mobiliários e a fraca movimentação dos existentes, em especial no que respeita às PME's, tem dificultado o desenvolvimento da actividade quer quanto a selecção de projectos onde investir quer, e em especial, quanto ao modo de dar liquidez e rotatividade ao portfólio existente.

Projectos como o EASDAQ, a nível Europeu e o "Le Nouveau Marché", em França, dirigidos para o relançamento dos mercados específicos para PME's, são iniciativas de referência no sentido de melhorar as limitações citadas.

De referir que nesta altura o financiamento do EASDAQ se encontra garantido através de Bancos de Investimento Americanos e Europeus, bem como de diversas entidades onde se incluem as empresas Europeias de Capital de Risco, independentemente de a iniciativa ter ou não sucesso o que permite antever estarem criadas as condições para o EASDAQ ser um sucesso e uma realidade

Em Portugal, não obstante verificar-se uma certa maturidade em algumas SCR com os capitais praticamente aplicados, verifica-se que a injeção de novos fundos e a criação de mecanismos de fomento da rotação das carteiras será fundamental num futuro próximo.

Por outro lado, ao abrigo do novo QCA (Quadro Comunitário de Apoio), e face aos novos sistemas de incentivos à actividade empresarial, inseridos no PEDIP II, PAIEP II e SIFIT II, é expectável que a médio prazo se venha a verificar um novo impulso do sector.

Muito recentemente, foi divulgado na imprensa, a notícia de que o Grupo Banco Espírito Santo criou a ES CAPITAL, Sociedade de Capital de Risco, uma empresa destinada a desenvolver a actividade de capital de risco para potenciar as sinergias com as restantes instituições do Grupo.

Foi, igualmente, noticiada a acção conjunta, levada a cabo pelo IAPMEI, o SULPEDIP e a AITEC, ao rubricarem um documento no qual se cria um fundo de um milhão de contos (extensível a mais 500 mil contos) destinado a promover projectos empresariais inovadores.

Em relação ao Reino Unido as informações obtidas ao nível da BVCA apontam para uma manutenção dos actuais níveis de actividade o que diz bem da maturidade em que se encontra o sector.

PARTE II

Enquadramento Legal e Fiscal do Capital
de Risco em Portugal
e no Reino Unido

CAPITULO 2:REGIME FISCAL DO SECTOR DE CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL

2.1. PORQUÊ UM REGIME FISCAL PARA AS SCR ?

Esta não é uma questão simplista, havendo opiniões bastante variadas e divergentes, as quais no entanto, convergem para um sentimento comum de que os benefícios, designadamente na correcção de assimetrias regionais, no estímulo de factores de competitividade, na criação de infra-estruturas e redes para a internacionalização e modernização da economia bem como na qualificação dos Recursos Humanos, excedem não só os seus custos, em termos de receita fiscal sacrificada (ou despesa suportada no caso de participações financeiras directas), como também eventuais distorções na equidade fiscal e na eficiência na afectação dos recursos.

No entanto nesta interrogação colocam-se dois argumentos importantes: o “económico e social” e o “técnico”:

✓ O primeiro é aquele que se refere ao impacto que as SCR têm no panorama da economia portuguesa, incluindo os objectivos e finalidades que levaram o estado a apoiar o sector do capital de risco;

✓ O segundo é relativo às exigências do próprio sector, que pelas suas características e modo de funcionamento exigem um regime fiscal particularizado.

De seguida, analisa-se de forma detalhada cada um destes argumentos:

O capital de risco é um instrumento financeiro muito importante, que está à disposição das empresas, sobretudo

PME's, que dispendo de uma actividade lucrativa, não tenham condições de obter capital, através dos sócios ou accionistas, para assegurar investimentos estratégicos indispensáveis ao seu desenvolvimento.

Ou ainda, pelo facto de não disporem de capacidade de autofinanciamento suficiente ou condições para aceder ao mercado financeiro, por este implicar níveis exagerados de endividamento e inadequação temporal dos financiamentos e consequentes desembolsos, recorram a parceiros temporários e minoritários.

De facto, o argumento "económico" revoga que sabendo que o capital de risco se destina ao reforço dos capitais próprios das sociedades, dotando-as de uma estrutura financeira adequada, e, desempenhando um papel criativo e flexível num conjunto vasto de projectos, que vão desde a passagem de uma "boa ideia" à concretização na realidade industrial, em especial no que diz respeito a projectos inovadores e de tecnologia complexa, e outros como os de expansão de actividades e reestruturação financeira de empresas, este contribui significativamente para o desenvolvimento da economia nacional.

Na realidade, o capital de risco forma uma condição essencial para o desenvolvimento equilibrado das empresas, com as respectivas repercussões no tecido empresarial português e no quadro geral da economia nacional.

Em termos sociais o capital de risco é fundamental, no sentido que funciona como amortizador das eventuais oscilações desfavoráveis ao nível da conjuntura económica, não só a nível da injeção de novos capitais, mas também através do apoio técnico à gestão.

É então claro, que para além de necessitar de fundos financeiros estáveis, o recurso às operações de capital de risco, no caso de participação em capital social, são uma boa aposta para as PME's Portuguesas, se for possível conseguir um parceiro estratégico para o negócio, disposto a colocar capital no projecto sem custos imediatos e empenhado no respectivo plano de desenvolvimento.

O Estado não deixou assim de se associar a este sector com o apoio concedido pelo Programa de Engenharia Financeira incluído no PEDIP I, no âmbito do qual foram criadas duas sociedades de capital de risco com um volume de fundos claramente superior às restantes empresas que operavam no sector e que vieram contribuir para um importante estímulo da actividade, envolvendo-se em projectos conjuntos com a grande maioria das restantes sociedades e operar neste sector.

A experiência adquirida permitiu consolidar, no PEDIP II, novos mecanismos de apoio reunidos num sistema de incentivos próprio - o SINFE PEDIP - com o objectivo de contribuir para a convergência das condições de financiamento das empresas portuguesas relativamente aos de outros países comunitários.

Neste caso, são os próprios apoios do estado que através das sociedade de capital de risco SULPEDIP e NORPEDIP, que prestam o apoio necessário às empresas, preenchendo desta forma o sentido mais lato da palavra "social".

Finalmente, o segundo e último argumento diz respeito à vertente técnica, ou seja, este argumento técnico justifica a necessidade de um tratamento fiscal diferenciado para o sector do capital de risco, uma vez que se as SCR funcionarem correctamente podem ser:

- Aglutinadoras de capital para os projectos em que participem dada a credibilidade técnica que lhes é atribuída.
- Pela capacidade de apreciação técnico financeira que possuem, um factor de boa triagem de projectos, permitindo eliminar alguns que lhes são apresentados e que não tenham viabilidade, evitando assim o desperdício de recursos financeiros, humanos e materiais.

A existência de agentes especializados que possam recolher e reconhecer a qualidade de informação prestada por este tipo de empresas (permitindo que esta circule de tal modo que os agentes económicos possam distinguir os bons dos maus projectos e tomem decisões adequadas, caso a caso) é de todo o interesse.

É neste campo que as Instituições de Capital de Risco, munidas de competências particulares e na posse de uma melhor informação que o mercado em geral, podem otimizar os custos de informação e transacção e beneficiar de importantes rendimentos de escala na diversificação das suas carteiras de participações reduzindo o seu risco global e criando um mercado específico com condições distintas dos tradicionais mercados financeiros e bancários.

As SCR encontram-se a este nível bem posicionadas para minimizar os custos resultantes de uma nova dispersão do capital em virtude não só dos capitais próprios que afectam ao projecto, sem qualquer exigência imediata, mas essencialmente pelas competências de gestão nos vários sectores da Empresa, permitindo acrescentar vantagens competitivas através dos atributos técnicos que supostamente as SCR possuem, nomeadamente, através de adequados sistemas de controlo.

A economia Portuguesa necessita de interlocutores fortes nesta área de actividade que permitam eliminar as falhas de mercado.

Pensamos assim que a opinião da Comissão de Reforma Fiscal em reduzir ou eliminar muitos dos benefícios fiscais existentes, não compreende o Capital de Risco, uma vez que o défice de meios financeiros orientados para uma estratégia empresarial consistente é por demais evidente em Portugal.

Se bem que o conjunto de medidas fiscais não constitui nem deve constituir o elemento determinante para a afectação de capital a projectos de capital de risco, este não deixará de ser fundamental para incentivar o dinamismo do sector, conforme o têm demonstrado a experiência Americana. (Brito Ney Roberto, 1989)

Neste sentido deve analisar-se até que ponto as medidas adoptadas pelo Estado, para fomentar a entrada nos processos produtivos de novas ideias, de inovação e de um espírito empresarial mais criativo e renovador, constituem as vias necessárias para introduzir dinâmica nos processos de investimento e criação de postos de trabalho e quais as medidas que se devem adoptar.

Assim o problema em questão poderá ser encarado da seguinte forma:

- ou se colectiviza os projectos inovadores, assumindo as instituições de capital de risco estatais a afectação de recursos a esses projectos e, em caso de fracasso socializa-se o risco e em caso de sucesso, planeia-se o problema de novos investimentos;

- ou se actua através do mercado, criando iniciativas que permitam, por um lado reunir os capitais individuais provenientes de poupança ou de grupos económicos que canalizem os seus fundos mediante adequados planos, afectando os recursos disponíveis aqueles projectos que se perspectivem de maior possibilidade de sucesso.

Neste caso teríamos uma privatização do risco com uma forte descentralização e um maior processo de compromisso social com o esquema de reestruturação do tecido empresarial Português.

Torna-se assim importante salientar que no primeiro dos casos o que se produz é sem duvida uma ampla diluição das responsabilidades quanto à afectação dos recursos a projectos de elevado risco, no segundo dos casos o que se propõe é um maior processo de participação e de maiores atractivos nessa necessidade de reestruturação, repartindo o risco e as oportunidades de forma definida por cada um dos agentes económicos participantes.

Não existe a menor dúvida que esta segunda via, é a que melhores resultados pode produzir, tanto por melhor afectação dos recursos financeiros, como numa óptica do próprio ordenamento económico - social, ao apelar a amplos sectores da economia para a dinâmica de reestruturação industrial.

Encontra-se assim mais que justificado a existência de um regime fiscal específico para as SCR, por forma a permitir um "apport" de fundos a este sector de actividade, que será canalizado para a redução dos custos financeiros das PME's, com consequente melhoria das suas contas de resultados.

Esta melhoria poderá ser aplicada na criação de emprego directo, aumento dos níveis de competitividade tanto mais importantes quanto mais se avance no seio da União Europeia.

2.2. QUE ENQUADRAMENTO FISCAL TEMOS TIDO NO SECTOR DO CAPITAL DE RISCO

2.2.1. Estatuto dos Benefícios Fiscais

O papel que as SCR poderiam desempenhar no revigoramento do tecido empresarial português, na promoção do investimento, criação de empregos e modernização tecnológica esteve na razão de ser de alguns benefícios fiscais que a essas sociedades foram concedidos.

Nos termos consagrados no Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF), concedeu-se às SCR que se constituíram até 31.12.90, isenção de IRC no ano da sua constituição e nos quatro anos seguintes, excepto quanto aos juros de depósito que foram tributados à taxa de 20%.

Esta taxa foi inclusivamente aplicada por retenção na fonte a título definitivo, conforme o disposto no nº2 do Art. 10º de Decreto Lei nº 215/89 de 1 de Julho.

As SCR beneficiaram até 31.12.94, do disposto no Art. 18º do EBF no que dizia respeito às Mais Valias obtidas na alienação das suas Imobilizações Financeiras mas a derrogação do citado artigo, numa altura em que já passou o período inicial de isenção de IRC, veio criar um quadro fiscal desfavorável às SCR.

As SCR usufruem do disposto no Art. 45º (Dedução de Lucros) do CIRC, independentemente da percentagem de participação social e do prazo em que esta tenha permanecido na sua titularidade. Na atribuição dos benefícios fiscais às SCR, prevaleceu a óptica da Sociedade, não tendo sido atribuído qualquer benefício directo aos sócios, contrariando uma prática que é comum noutros países europeus.

As SCR estabelecidas na Madeira ou na Ilha de Santa Maria, nos termos do D.L. 10/94 de 13/1 estão isentas de IRC de acordo com as condições fixadas no D.L. 84/93 de 18/3A

2.2.2. Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas

Uma vez que o prazo previsto no Art. 23º do EBF para a vigência da isenção de IRC chegou ao fim, no final de 1994, as SCR passaram a estar sujeitas ao regime geral do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas, em virtude de exercerem a título principal uma actividade comercial.

De forma, naturalmente sintética, passamos a expor alguns elementos fundamentais a que se encontram sujeitas as SCR's ao nível do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas.

Incidência Real e Lucro Tributável

O Imposto incide sobre os rendimentos obtidos pelas SCR no período de tributação, sendo a base do Imposto constituída pelo lucro que estas geraram. O lucro tributável é determinado com base no lucro do exercício, consistindo este na diferença entre os valores do património líquido no fim e no início do período de tributação, com as correcções estabelecidas no CIRC, quer ao nível dos custos quer dos proveitos.

Não concorrem para a formação do lucro tributável as variações patrimoniais positivas não reflectidas no resultado líquido provocadas pelos(as):

- As entradas de Capital, incluindo os prémios de emissão de acções, bem como as coberturas de prejuízos, a qualquer título, feitas pelos titulares do Capital.

- As mais valias potenciais ou latentes, ainda que expressas na contabilidade, incluindo as reservas de reavaliação legalmente autorizadas.
- Os incrementos patrimoniais sujeitos a imposto sobre as sucessões e doações.

Não concorrem igualmente, para a formação do lucro tributável, as variações patrimoniais negativas provocadas pelas:

- Liberalidades ou diminuições patrimoniais não relacionadas com a actividade das SCR.
- As menos valias potenciais ou latentes
- As saídas, em dinheiro ou espécie, em favor dos titulares do capital, a título de remuneração ou de redução do mesmo, ou de partilha do património.

Não são dedutíveis para efeito da determinação do lucro tributável entre outros os encargos previstos no artigo 41º do CIRC, mesmo quando contabilizados como custos ou perdas do exercício.

A matéria colectável obtém-se deduzindo ao lucro tributável, quando for caso disso, os prejuízos e os benefícios fiscais que consistam em deduções ao mesmo. De referir que os prejuízos fiscais apurados em determinado exercício serão deduzidos dos lucros tributáveis, havendo-os, de um ou mais dos cinco exercícios posteriores.

Taxas, Liquidação e Pagamento de Imposto

A taxa de IRC a que se encontram sujeitas as SCR é de 36%. Os municípios podem lançar uma derrama até ao máximo de 10% da colecta, calculada para estes contribuintes, na parte relativa ao rendimento gerado na respectiva circunscrição.

Para os rendimentos dos títulos da dívida pública e outros rendimentos de aplicação de capitais, excepção feita a títulos nominativos ou ao portador e os lucros colocados à disposição por entidades sujeitas a IRC, a taxa a aplicar será de 20%.

São tributadas à taxa autónoma de 25% as despesas confidenciais ou não documentadas efectuadas pelas SCR no âmbito do exercício das suas actividades.

A liquidação do IRC é feita pelas SCR na declaração de rendimentos que deverá ser apresentada anualmente até 31 de Maio, em duplicado, na Direcção de Finanças da área ou na repartição de finanças correspondente.

Ao montante apurado na liquidação serão efectuadas as deduções à colecta, nomeadamente, a eliminação da dupla tributação económica dos lucros distribuídos, permitida pelo artº 45º do IRC.

As regras a que se encontram sujeitas as SCR quanto ao pagamento do IRC são as descritas nos artigos 82º e 83º do CIRC.

Os pagamentos por conta serão calculados com base no imposto liquidado nos termos do nº1 do art. 71 do CIRC, e correspondem a 25% do montante liquidado no ano anterior.

Porém caso a SCR verifique, pelos elementos de que dispõe, que o montante do pagamento por conta já efectuado é igual ou superior ao imposto que será devido com base na matéria colectável do exercício, poderá deixar de efectuar novo pagamento por conta, através de comunicação à Direcção Distrital de Finanças.

Por outro, lado estabelecem-se em relação a certas categorias de rendimentos, *retenções na fonte*, que no caso das SCR, têm a natureza do imposto por conta. No entanto face ao disposto na alínea c) do art. 76º do CIRC, existe dispensa de retenção na fonte de IRC, quando esta tenha natureza de imposto por conta e se reporte a lucros distribuídos por entidades com sede ou direcção efectiva em território português, nas quais as SCR participem.

Porém os rendimentos abaixo mencionados encontram-se sujeitos a retenção na fonte:

- Rendimentos de títulos da dívida pública e outros rendimentos de aplicação de capitais, exceptuando os de quaisquer títulos nominativos ou ao portador bem como os lucros colocados à disposição das SCR pelas suas participadas.

Taxa -----20%

- Remunerações auferidas na qualidade de membro de Órgãos Estatutários de pessoas colectivas onde participem.

Taxa -----20%

Dedução de lucros

A necessidade de incentivar as SCR, devido à sua especificidade e interesse para o desenvolvimento económico, acrescida da necessidade de se evitar a tributação sucessiva que ocorre quando os lucros já tributados em sede de IRC, distribuídos às SCR se integram nos seus rendimentos, voltando a constituir base de incidência de imposto, levou o legislador através do art. 45º do IRC, a eliminar a dupla tributação dos lucros distribuídos às SCR.

Assim é permitido às SCR deduzirem uma importância correspondente a 95% dos rendimentos incluídos na sua base tributável, sem dependência dos requisitos exigidos quanto à percentagem de participação e ao prazo em que as participações financeiras tenham permanecido na titularidade das SCR.

Regime das Provisões

As SCR são obrigadas a constituir provisões nas condições indicadas no Aviso n.º 3/95 do Ministério das Finanças, publicado no Diário da República numero 149 de 30.06.95. Neste aviso é fixado um quadro mínimo de referência no domínio das provisões no uso da competência que a lei atribui ao Banco de Portugal. As provisões a constituir pretendem alcançar as seguintes finalidades:

- a) - Para risco específico de crédito*
- b) - Para riscos gerais de crédito*
- c) - Para encargos com pensões de reforma e de sobrevivência*
- d) - Para menos valias de títulos e imobilizações financeiras*
- e) - Para menos-valias de outras aplicações*
- f) - Para risco - País*

As citadas provisões uma vez que são impostas de harmonia com a disciplina do Banco de Portugal poderão ser deduzidas para efeitos fiscais.

Regime das Mais-Valias e Menos-Valias realizadas

Para efeitos de IRC as mais valias realizadas são consideradas proveitos tributáveis e as menos valias sofridas consideram-se como custos ou perdas. O conceito de mais e menos valias é-nos dado através do Art. 42º, n.º 1 do CIRC.

Em termos genéricos podemos dizer que:

É excluída da tributação, na parte em que tenha influenciado a base tributável, a diferença positiva entre as mais e as menos valias realizadas mediante transmissão onerosa de elementos do activo corpóreo, sempre que o respectivo valor de realização correspondente à totalidade dos referidos elementos seja reinvestido, na aquisição, fabricação ou construção de elementos do activo immobilizado corpóreo até ao fim do segundo exercício seguinte ao da realização.

Para beneficiar da citada exclusão, as SCR deverão mencionar a intenção de efectuar um investimento na declaração de rendimentos do exercício da realização da mais valia, comprovando a mesma nas declarações dos dois exercícios seguintes os reinvestimentos efectuados.

As mais e menos valias resultantes da alienação de immobilizações financeiras serão tributadas, uma vez que a Lei 71/93 de 26/11 revogou o Art. 18º do Estatuto de Benefícios Fiscais, o que de alguma forma se torna extremamente penalizador para as SCR, nomeadamente face às SGPS que beneficiam da possibilidade de não concorrer para a determinação do lucro tributável do exercício, a diferença positiva entre as mais e as menos valias realizadas sempre que a totalidade do valor de realização seja reinvestido até ao fim do segundo exercício seguinte ao da realização.

2.2.3. Imposto sobre o Valor Acrescentado

As SCR efectuem no desenvolvimento da sua actividade um conjunto de operações que importa relembrar, de seguida, de forma a podermos pronunciar-nos sobre a sua aplicabilidade em sede de IVA,

Então teremos:

Actividade Principal

Participação no Capital de outras empresas por um período mais ou menos longo (máximo de 12 anos).

Actividade Complementar

Serviços de consultadoria e participação em Órgãos Sociais de Empresas participadas.

Actividade Acessória

Colocações financeiras com vista à aplicação dos excedentes de tesouraria.

A actividade complementar encontra-se, nos termos dos artigos 4º e 6º do CIVA, sujeita a imposto e dele não isenta, sem prejuízo do direito à dedução do imposto suportado para a realização dessas operações a efectuar em conformidade com os artigos 19º a 25º do CIVA.

Porém, a actividade principal e a actividade acessória, acima definidas encontram-se isentas de IVA, já que as operações resultantes do exercício dessas actividades se enquadram na lista das operações referidas no n.º 28 do Art. 9º do CIVA. Desta forma e face ao disposto no nº1 do Art. 20º do CIVA não podem as SCR deduzir o imposto que tenha incidido sobre bens ou serviços utilizados para o exercício dessas actividades.

Dado que as SCR exercem actividades isentas sem direito à dedução e, simultaneamente, actividades sujeitas a IVA que conferem esse direito, gerando um direito à dedução incompleto e consequentemente para efeitos de determinação do montante de Imposto dedutível, estão obrigadas à disciplina do Art. 23º do CIVA.

Face a esta problemática, o Sub - Director Geral das Contribuições e Impostos, despachou, em 29.11.89, a informação de que era legitimo as SCR aplicarem o regime de pró rata, desde que, obviamente, aplicado com o devido rigor e controlo. Assim as SCR poderão praticar a dedução do Imposto com base numa percentagem correspondente ao montante anual de operações que dêem lugar a dedução. A percentagem de dedução referida resulta de uma fracção que comporta:

Montante anual das transmissões de bens e P. Serviços que
dão lugar à dedução

Montante anual de todas as operações efectuadas

ou seja de acordo com as definições atrás efectuadas :

Actividade Complementar

Actividade Principal + Actividade Acessória + Actividade
Complementar

ou ainda de forma mais específica:

Prestação de Serviços Sujeitas

Prest. Serviços + Rend part. Capital + Ganhos na

Alien. Inv. Finan. + Juros Crédito concedido

Na determinação do Pró-rata das SCR, face ao disposto no nº 5 do Art. 23º do CIVA, têm sido considerados no denominador da fracção determinante da percentagem da dedução, os valores das operações inerentes às colocações temporárias das suas disponibilidades de tesouraria.

Verifica-se assim uma penalização das SCR face às sociedades directamente comerciais ou industriais uma vez que o seu objecto é também o exercício, embora indirecto, de uma actividade económica e o objectivo de incentivação do mercado de capitais tem proporcionado a detenção de carteira de títulos negociáveis por parte das Sociedades comerciais ou Industriais.

Relativamente à formula de cálculo do Pró-rata refira-se que actualmente existem acórdãos do Tribunal de Luxemburgo que perfilham a posição de que os dividendos de acções, recebidos por uma empresa que não está sujeita a I.V.A. pela totalidade das suas operações, devem ser excluídas do denominador da fracção, do calculo do Pró Rata de dedução.

Assim, nos casos em que as SCR apenas prestassem serviços sujeitos a I.V.A. e obtivessem rendimentos de participações financeiras (dividendos) ser-lhes-ia aplicável um Pró Rata de 100% equivalente ao enquadramento no regime normal do I.V.A. com direito à dedução integral do imposto suportado.

Finalmente, saliente-se que a aplicabilidade às SCR do método de afectação real, isto é, feita a discriminação entre "Inputs" destinados à realização de operações tributáveis e "Inputs" destinados à actividade não sujeita a I.V.A., previsto no Art. 23º do CIVA, não merece acolhimento junto da Administração Fiscal, apesar da Comissão de Reforma fiscal recomendar esta prática em futuras alterações ao Código do IVA.

2.2.4.-Imposto sobre Sucessões e Doações por Avença

É aplicável às SCR uma taxa especial de 5% através de retenção na fonte aos dividendos pagos por Sociedades anónimas. Este imposto pago por retenção na fonte tem o carácter de imposto definitivo.

Também a este nível as SCR tem um regime fiscal desfavorável face às SGPS uma vez que a estas entidades não se aplica o Imposto, em análise, referentes ao regime das acções nominativas ou ao portador registadas ou depositadas, nos termos do Decreto-Lei n.º 408/82 de 29 de Setembro.

2.2.5.-Imposto do selo

Estão sujeitos a imposto do selo os juros e comissões relativas a financiamentos concedidos pelas SCR, a entidades residentes em território nacional, sobre a respectiva importância - 6% (selo de verba) (art. 120-A da Tabela Geral do Imposto de Selo, com redacção do art. 33º da lei 10-B/96 OE96). No entanto as SCR's beneficiam de isenção de Imposto do selo a que se refere o nº 2 do artº 120-A da citada tabela.

2.2.6.Contas Consolidadas

É obrigatória a apresentação das contas consolidadas e de um relatório consolidado de gestão nos casos em que as SCR controlem, de modo exclusivo ou em conjunto com outra ou outras empresas não incluídas na consolidação, uma ou várias empresas enunciadas no art. 2º do DL 36/92 de 28/3.

2.2.7.Parafiscalidade (Segurança Social)

As SCR encontram-se sujeitas ao Regime Contributivo Obrigatório para a Segurança Social estando englobadas no Regime Geral.

2.2.8.Regime fiscal dos FCR e dos FRIE

Nos termos do art. 19º do Estatuto dos Benefícios Fiscais, têm os FCR o seguinte regime fiscal:

Rendimentos do FCR, excepto mais valias obtidas em território português

Os rendimentos dos fundos de capital de risco que não sejam mais valias, obtidos em território português, são tributados por retenção na fonte como se de pessoas singulares se tratasse;

Rendimentos do FCR, excepto mais valias obtidas fora do território português

Os rendimentos dos FCR que não sejam mais valias, obtidas fora do território português, são tributáveis à taxa de 25%.

Tributações das Mais Valias

As mais valias obtidas pelos fundos de capital de risco são tributadas à taxa de 10%, isto é, nas mesmas condições em que se verificaria se desses rendimentos fossem titulares pessoas singulares. Estes sujeitos passivos estão isentos de mais valias na transmissão dos certificados de participação

FRIE

O regime fiscal dos FRIE é idêntico aos dos FCR.

2.2.9. Conclusões

Uma vez analisado o regime fiscal a que se encontram sujeitas as SCR, podemos concluir que os impostos sobre as Sociedades, não contemplam nenhum tipo de vantagem fiscal especial para os investidores que investem neste sector. Este facto faz com que exista em Portugal um fraco "apport" de fundos por parte dos pequenos investidores bem como das próprias Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões.

A isenção de IRC, na fase inicial do ciclo de vida das SCR's, nas aplicações financeiras premiou as Entidades que investiram os seus fundos em títulos, em detrimento dos investimentos produtivos.

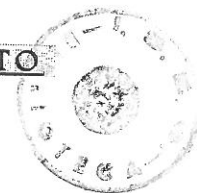
A cessão dos benefícios fiscais numa altura em que as SCR se encontram a meio do seu ciclo inicial de investimento/desinvestimento é altamente penalizador, uma vez que só nesta altura é que as Sociedades começam a poder obter resultados positivos e não nos primeiros anos de actividade.

Individualmente constata-se que o regime fiscal das SCR é diferente dos FCR, sendo o primeiro favorável se os rendimentos esperados decorrerem essencialmente de dividendos recebidos, enquanto o de FCR é preferível se são esperadas mais valias.

Se compararmos o regime fiscal das SCR's com o das SGPS, constata-se que apesar de terem os mesmos objectivos, as SGPS gozam de benefícios fiscais que se mantêm no tempo enquanto as SCR's perderam o benefício fiscal temporário, o que fará com que a curto prazo existam mudanças nos estatutos das SCR's, a não ser que se crie um quadro mais favorável ao sector.

O regime fiscal das FCR não apresenta qualquer vantagem face ao dos Fundos de Investimento Mobiliários, demonstrando uma total ausência de incentivo fiscal ao investimento em capital de risco.

CAPITULO 3: ASPECTOS RELEVANTES DO ENQUADRAMENTO
LEGAL DO SECTOR DO CAPITAL DE RISCO



3.1. ENQUADRAMENTO LEGAL DAS SCR

De entre os diplomas que regem a actividade das SCR, salienta-se o Decreto Lei 433/91 de 7 de Novembro, com as alterações introduzidas pelo Decreto Lei 175/94 de 27 de Junho

Estes diplomas consagram um conjunto de alterações à regulamentação inicial das SCR prevista no Decreto Lei 17/86 de 5 de Fevereiro, para as quais contribuiu de forma decisiva, entre outros factores, o diálogo entre o Ministério das Finanças e a APCRI.

No que respeita à constituição e funcionamento das SCR destacam-se os seguintes aspectos:

Objecto

Este tipo de sociedades, tem como objecto principal o apoio e promoção do investimento e da inovação tecnológica em projectos, ou empresas, através da participação temporária no respectivo capital (art. 1º).

Acessoriamente, podem as mesmas prestar assistência na gestão financeira, técnica, administrativa e comercial das sociedades participadas, bem como realizar, nas sociedades participadas ou em sociedades em que se perspetive a aquisição de uma participação social, estudos técnico-económicos de viabilidade de empresas ou de novos projectos de investimento e respectivo financiamento, estudos ou projectos visando a reorganização, concentração e racionalização da actividade empresarial através da promoção de mercados, melhoria dos processos de produção e introdução de novas tecnologias. (art. 1º n.º 2 e 9º)

Actividades especialmente vedadas

1. O exercício directo de actividades agrícolas, comerciais ou industriais; Titularidade directa, ou por intermédio de SGPS, de participações em sociedades financeiras ou instituições de crédito e em sociedades em cujo objecto esteja compreendida a mediação sobre imóveis, incluindo compra e venda ou arrendamento de imóveis, exceptuada a exploração agrícola, florestal, cinegética ou turística; Aquisição ou posse de imóveis para além dos necessários às suas instalações próprias, salvo os casos de aquisição por cessão de bens, dação em cumprimento, arrematação ou outro modo de cumprimento de obrigações ou destinado a assegurar esse cumprimento, casos em que deverão os bens ser alienados no prazo de 2 anos, exceptuando o caso de autorização de prorrogação desse prazo pelo Banco de Portugal; Concessão de crédito ou prestação de garantias sob qualquer forma ou modalidade excepto o caso das sociedades em que possuam participação, em que só poderão fazer por meio de contratos de suprimento não renováveis e até um montante correspondente a 50% da participação e até ao final do segundo exercício posterior àquele em que o contrato foi celebrado.

2 - Todas as que não sejam permitidas por lei (art. 7º RGICSF)

Limites de Operações Activas

1. No final do terceiro exercício completo, posterior à constituição, 2/3 do activo total deverá estar aplicado em aplicações de capital social, não integrando este cálculo o capital social subscrito e não realizado. Nos casos de aumento do activo decorrente de reforço de capital realizado em dinheiro, o prazo de 3 anos renova-se até ao final do segundo exercício seguinte, quanto ao montante do aumento. A redução deste mínimo do activo total afecto às participações, implica a obrigação da sua reposição até ao final do exercício em que se verifica.

2 - No momento da sua realização, as participações das SCR noutras sociedades não poderão em cada caso, exceder 20% dos seus fundos próprios definidos no aviso do BP, nem exceder, na sua totalidade, três vezes os seus fundos próprios.

3 - Em cada momento, pelo menos 75% das participações das SCR, não poderão estar na sua carteira de participadas por mais de 12 anos, seguidos ou interpolados.

4 - As participações em que as SCR detenham mais de 50% dos votos não podem nunca representar mais de 50% do seu total de participações.

5 - O incumprimento das restrições referidas em 2 e 3, a verificar-se, deverá ser regularizado no prazo de 60 dias.

6 - O incumprimento, ainda que não especificado, dos pressupostos subjacentes aos benefícios das SCR pode determinar a redução ou perda desses benefícios.

(arts. 7º e 8º)

Operações vedadas às sociedades participadas

Aquisição de acções ou obrigações da SCR em que participam
(art. 13º)

Forma e Capital Social

As SCR's têm de constituir-se sob a forma de sociedades anónimas, com acções nominativas ou ao portador registadas(artº13º). O Capital Social das SCR é, no mínimo, de 600.000 contos, forçosamente realizado em dinheiro exceptuando-se os casos de aumentos de capital por incorporação de reservas.

Operações activas primordiais

Aquisição (originária ou derivada), alienação ou oneração de quaisquer títulos ou participações em sociedades;

Promoção e obtenção, a favor das participadas, de crédito a médio ou longo prazo e emissão e colocação de acções, obrigações e outros títulos de dívida negociáveis emitidos pelas participadas;

Participação na reestruturação financeira de empresas, através da aquisição de créditos que devem ser convertidos, no prazo máximo de 90 dias, em participações no capital social ou na subscrição de obrigações convertíveis em acções ou quotas;

Possibilidade de gestão de fundos de capital de risco; Subscrição de obrigações em empresas e outras aplicações nos mercados monetários e de capitais, desde que respeitados os limites do art. 7º.

Entidade Supervisora e Fiscalizadora

A entidade que procede à supervisão da actividade das SCR's é o Banco de Portugal (art. 197º, 93º, 116º, 118º a 121º, 125º a 129º RGICFS), sem prejuízo de eventual supervisão da CMVM. A actividade de fiscalização pertence a um concelho fiscal, composto obrigatoriamente por um ROC, excepto nos casos de sociedades de capitais públicos (definidas legalmente como sendo aquelas em que o Estado ou outras entidades públicas, directa ou indirectamente, são os únicos proprietários da totalidade do respectivo capital), em que a fiscalização cabe a um fiscal único, obrigatoriamente ROC (art. 415º CSC e DL 26-A/96 de 27/3)

Processo de constituição

1 - O processo de constituição das SCR's está dependente da autorização do Banco de Portugal e, no caso de exercício de intermediação de valores mobiliários, de um parecer favorável da CMVM (art. 174º e ss. e 17º e ss. RGICSF);

2 - No restante, os requisitos do processo de constituição são semelhantes aos de qualquer sociedade comercial.

Registo e Início de actividade

As SCR's têm de proceder, obrigatoriamente, ao seu registo na Conservatória do Registo Comercial (artº3º CRC) e no Banco de Portugal (artº194º RGICSF). O início de actividade das SCR's está dependente do registo especial no Banco de Portugal (artº194º e 65º a 72º RGICSF) bem como do registo na CMVM para os casos previstos no Código do Mercado de Valores Mobiliários.

Restrições relativas à qualidade e objecto social das participadas

As SCR não podem ser titulares, quer directa, quer por intermédio de SGPS, de participações em sociedades financeiras ou instituições de crédito e em sociedades em cujo objecto esteja compreendida a mediação sobre imóveis, incluindo compra e venda ou arrendamento de imóveis, exceptuada a exploração agrícola, florestal, cinegética ou turística (art. 12º).

Restrições relativas aos membros dos órgãos sociais

1 - As SCR podem, elas mesmas, integrar os órgão sociais das suas participadas, podendo em alternativa nomear um dos seus administradores como representante da sociedade. (art. 10º).

2 - Quanto à idoneidade, experiência profissional e acumulação de cargos dos membros do Conselho de Administração e do Conselho Geral, *ex vi* do art. 182º do RGICSF, deverão ser observadas as regras constantes dos arts 30º e ss. do RGICSF que condicionam estes aspectos à supervisão e autorização do Banco de Portugal, entidade que poderá recusar o registo dos membros que considere não respeitarem os critérios de idoneidade e experiência acima referidos (art. 69º do RGICSF).

Alterações estatutárias

1 - As alterações estatutárias nas SCR's estão sujeitas a prévia autorização do Banco de Portugal, nos casos enunciados na lei e, caso a sociedade exerça actividade de intermediação de valores mobiliários, de um parecer da CMVM (art. 183º, 34º e 35º do RGICSF).

2 - No restante, as alterações devem obedecer ao estabelecido no CSC.

Recursos

Recursos alheios através de: financiamentos junto de instituições de crédito e de outros estabelecimentos financeiros, até 50% do montante dos seus fundos próprios; emissão de obrigações, desde que não excedam a importância do capital realizado e existente nos termos do último balanço aprovado, acrescido do montante do capital aumentado e realizado depois da data de encerramento daquele balanço, com as ressalvas estabelecidas no art. 649º do CSC; outros recursos no mercado nacional ou no estrangeiro, através de contratos de associação em participação, nos termos da legislação em vigor (art. 11º).

Reservas

As SCR devem constituir reservas legais, formadas com base na afectação obrigatória de 10% dos lucros apurados em cada exercício, até ao limite de 50% do capital social e reservas especiais, sendo estas últimas constituídas por 5% dos lucros líquidos anuais acrescidos de outras importâncias que lhes sejam atribuídas em assembleia geral e destinadas a cobrir as depreciações do activo ou prejuízos que a conta de lucros e perdas não possa suportar (artº14º). A administração de FRIE's por parte de SCR's é possível, nos termos do art. 3º do DL 187/91 de 17/5, aplicável em virtude do art. 1º do DL 214/92 de 13/10

Possibilidade de administração de FCR

A administração de FCR's por parte de SCR's é possível, nos termos do art. 3º do DL 187/91 de 17/5, nas condições definidas neste diploma.

Realização do capital social por fundos PEDIP

É possível, quer directamente quer através dos FCR e FRIE, nos termos e condições definidos no despacho normativo 563/94 (Regime de Apoio à Dinamização de Capital de Risco).

3.2. ENQUADRAMENTO LEGAL DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO (FCR)

O Decreto Lei 187/91, de 17 de Maio, criou os FCR e regulamenta todos os aspectos específicos referentes à sua constituição e funcionamento. Em todos os demais aspectos, procede-se à aplicação da legislação vigente sobre fundos de investimento em geral (DL n.º 229-C/88 de 4 de Julho e respectivos diplomas regulamentares).

No que diz respeito à constituição e funcionamento dos FCR, destacam-se os seguintes aspectos:

Noção , Objecto e Administração dos FCR

Os FCR - Fundos de Capital de Risco, são uma modalidade de fundos de Investimento mobiliário cujo traço característico é o de serem fundos fechados, cujo património deverá ser, preferencialmente, composto por quotas de capital, acções, prestações suplementares e obrigações não admitidas à cotação em bolsa de valores.

Os FCR têm como objecto o investimento na aquisição de participações no capital de sociedades não cotadas na bolsa de valores, com elevado potencial de crescimento e valorização. A administração dos FCR pode ser exercida por sociedades de capital de risco e por sociedades de fomento empresarial. Podem também exercer a administração dos FCR, na qualidade de Sociedades Gestoras, os bancos comerciais ou equiparados e de investimento, as sociedades de desenvolvimento regional e as sociedades de investimento.

Composição dos FCR

A composição dos fundos obedece a certas regras e as participações estão sujeitas a determinados limites. Assim, nos termos do art. 6º do DL 187/91, no prazo de 3 anos contados a partir da sua constituição:

a) um mínimo de 60% do património dos FCR deve ser constituído por quotas de capital, prestações suplementares de capital e acções não admitidas à cotação em bolsa de valores;

b) O somatório dessas participações, que respeitem a uma só entidade, não pode exceder 15% do valor líquido global dos FCR;

c) os somatórios referidos no ponto anterior excedam 50% do capital das sociedades participadas, podem exceder 50% do valor líquido global do FCR.



Património dos FCR

O património dos fundos só pode ser constituído por numerário, depósitos bancários, títulos de dívida pública, acções direitos de subscrição, obrigações, títulos de participação, certificados de participação de outros fundos de investimento e aplicações nos mercados interbancários, e deve obedecer aos limites mínimos estabelecidos em Portaria, n. 422-B/8865.

- os valores mobiliários, não admitidos à cotação em bolsa de valores, não podem exceder 10% do valor líquido global do fundo, salvo tratando-se de títulos da dívida pública;
- os títulos emitidos por uma só entidade, com excepção dos títulos da dívida pública, não representarão mais de 10% do valor nominal dos títulos por ela emitidos, nem mais de 10% do valor líquido global do fundo.
- Estas percentagens reportam-se ao momento de aquisição ou subscrição e devem ser permanentemente respeitadas. Sempre que essas percentagens sejam ultrapassadas, por virtude do exercício dos direitos de subscrição ou de opção ou como resultado da atribuição de títulos por incorporação de reservas em capital social, ou ainda em consequência de fusão de sociedades, a política de investimentos deve ser ajustada de modo a serem respeitadas aquelas percentagens no prazo de 2 anos, no caso de títulos recebidos em consequência de fusão de sociedades, e no prazo de 1 ano, nos restantes casos.

Valor das Unidades de Participação

Após a realização integral do capital a investir, o valor de cada unidade é calculado trimestralmente. O valor das unidades de participação e a composição discriminada da carteira de aplicações, devem ser publicadas trimestralmente nos boletins de cotação das bolsas de valores.

Certificados de Participação - Reembolso

O certificado de participação, que não pode ser inferior a 5.000.000\$, só é reembolsável aquando da liquidação do fundo. Uma vez que aos participantes não é possível exigir esta liquidação, (salvo se tal for previsto no regulamento de gestão), caso queiram realizar em dinheiro o valor da sua participação, terão de aliená-la.

Comissões (despesas) a que os participantes de um FCR estão sujeitas

A sociedades gestora do fundo recebe comissões para remunerar a sua gestão a qual consta de:

- Uma comissão de emissão, a liquidar de uma só vez pelos subscritores no acto de pagamento, destinada a cobrir as despesas de promoção da subscrição e de lançamento do FCR;
- Uma comissão de gestão a liquidar periodicamente pelo FCR;
- Uma percentagem das mais - valias liquidadas realizadas em cada ano.;
- Uma percentagem dos resultados apurados aquando da liquidação do fundo, após dedução do valor global do capital subscrito pelos participantes.

Aquisições de Unidades de Participação por Sociedades Gestoras

As sociedades gestoras podem adquirir até 5% das unidades de participação emitidas por cada FCR que administra.

3.3. ENQUADRAMENTO LEGAL - FUNDOS DE RESTRUTURAÇÃO E INTERNACIONALIZAÇÃO EMPRESARIAL - FRIE

Tendo em vista a criação de melhores condições para a reestruturação do tecido empresarial e para o aumento da competitividade das empresas portuguesas nos mercados externos, a Resolução de Conselho de Ministros n.º 26/92, de 17 de Agosto, encarregou os Ministros das Finanças e da Indústria e Energia, de constituírem Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FRIE) até ao montante global de 25 milhões de contos.

Recorde-se que a actividade dos FRIE se enquadra, genericamente, na legislação relativa aos Fundos de Investimento de Capital de Risco e, em particular, no disposto do Decreto-Lei n.º 214/92, de 13 de Outubro.

Objecto Principal

Por definição, os FRIE são fundos mobiliários abertos que canalizam aplicações de capital para investimento em participações sociais de empresas com perspectivas de viabilidade em processos de reestruturação ou internacionalização. Por decisão dos respectivos Conselhos Gerais de Participantes, as unidades de participação dos FRIE poderão vir a ser admitidas à cotação nas Bolsas de Valores.

O Decreto-Lei n.º 338/93, de 30 de Setembro, vem justificar a aplicação destes instrumentos financeiros ao condicionar o acesso aos FRIE à apresentação de um plano global de carácter estratégico, enquadrado por um estudo de viabilidade económico-financeira.

Procura-se, assim, por esta via, que os projectos candidatos aos FRIE sejam também um contributo para o reforço da competitividade da estrutura económica nacional e da eficiência empresarial.

Composição dos FRIE

No que se refere à composição do fundo, o art. 6º do DL 214/92 estipula que no prazo de três anos, a contar da data da sua constituição, um mínimo de 60% do valor líquido global do FRIE deve ser constituído por participações no capital das sociedades referidas.

As participações dos FRIE estão sujeitas a certos limites, assim, nos termos dos nºs 3 a 5 do citado artigo, o somatório das participações que respeitem a uma só entidade não pode, em cada momento, exceder 25% do capital do FRIE que se encontrar realizado. A adição destes somatórios e que ultrapassem 50% do capital das sociedades participadas não pode exceder 50% do valor líquido global do FRIE, a partir do terceiro ano da sua constituição.

As demais regras a que deve obedecer a composição do património dos FRIE são idênticas às anteriormente referidas para os FCR.

Património dos FRIE

O património do fundo só pode ser constituído por numerário, depósitos bancários, títulos da dívida pública, acções, direitos de subscrição, obrigações, títulos de participação, certificados de participação de outros fundos de investimento e aplicações no mercado interbancário, e deve observar os limites mínimos estabelecidos na Portaria n.º 422-B/88.

Subscrição e Realização do Capital

O capital subscrito no acto da constituição de um FRIE não pode ser inferior a um milhão de contos mas, visto tratar-se de fundos abertos, o seu capital é variável e pode ser aumentado ao longo da sua existência. Aquando da constituição do FRIE, é obrigatório que 20% do capital subscrito se encontre realizado em numerário. A realização do restante capital subscrito poderá ser faseada..

Unidade de Participação - Valor e Reembolso

O valor de cada unidade de participação só começará a ser calculado dois anos após a integral realização do capital fixado no acto de constituição.

No que se refere ao reembolso das unidades de participação, só se poderá o mesmo efectuar a partir do 7º ano da sua constituição.

Representação nos Órgãos sociais das Participadas

As SCR's e as demais entidades que estão autorizadas a gerir os FRIE podem, quer directamente quer sob representação, participar nos órgãos sociais das empresas em que os FRIE participem.

3.4. APLICAÇÃO DO PLANO DE CONTAS DO SECTOR BANCÁRIO ÀS SCR

As SCR, encontram-se, como se viu anteriormente sujeitas à supervisão do Banco de Portugal, tendo provocado a partir de 1 de Janeiro de 1993 a utilização do Plano de Contas do Sector Bancário em detrimento do Plano Oficial de Contabilidade, que até aí vinha sendo aplicado no sector.

Por experiência pessoal somos da opinião de que o Plano Oficial de Contabilidade se encontra mais ajustado ao objecto social das SCR do que o do sector bancário uma vez que:

- A actividade das SCR passa pela detenção temporária de participações sociais e a sua gestão, pela prestação de serviços de apoio às Sociedades participadas e por determinados movimentos financeiros de e para as referidas participadas. Daqui decorre que a actividade das SCR se aproxima mais da actividade de uma Sociedade Comercial normal, ou mesmo de uma SGPS, do que da actividade de uma instituição bancária.
- Quanto aos movimentos financeiros de e para as suas participadas, na medida em que os mesmos são levados a efeito com natureza claramente subsidiária à da tomada de posição nos seus capitais sociais, versus, na sua gestão, assemelham-se à prestação de suprimentos, não tendo, por isso, natureza de financiamento puro, característica de actividade bancária.
- O plano de contas para o sistema bancário prescreve que os resultados obtidos na "Realização de Valores Imobilizados" se contabilizem em perdas ou ganhos extraordinários, quando deveriam ser considerados resultados operacionais, tendo em linha de conta o objecto principal das SCR.

3.5. CONCLUSÕES

O problema que representa a legislação portuguesa deve-se ao facto de ter estabelecido um regime para o desenvolvimento da actividade de capital de risco demasiado estreito e rígido que, a acrescer às limitações de estrutura de capitais, dificultou a iniciativa privada na adaptação a esta legislação bem como no desfrutar de benefícios fiscais que em muitos casos não compensariam a sua limitada margem de actuação.

As SCR debatem-se quer em relação às suas congéneres SGPS quer às S.I., com legislação muito mais restritiva que condiciona a sua actividade, apesar de por outro lado as SGPS não poderem gerir nem FCR nem FRI.

Apesar do D.L. 433/91 e posteriormente D.L. 175/94 de 27 de Junho, ter consagrado um conjunto de alterações à regulamentação inicial, as SCR continuam a ter muitos condicionalismos ao desenvolvimento da sua actividade, nomeadamente:

- Possibilidade de utilização de obrigações convertíveis e tomada de posições no capital social de SGPS no quadro de operações MBO ou MBI.
- Limites à concessão de suprimentos às participadas numa óptica de curto prazo e não renováveis.
- Restrições temporais para a realização de investimentos.
- Prazos demasiado reduzidos para a reposição dos limites nas operações activas.

Nesse sentido pode-se concluir que também o enquadramento legal não é favorável à dinamização do sector o qual a não ser modificado, provocará uma mudança dos estatutos de algumas entidades, a exemplo do que já sucedeu por exemplo com a Promindústria, S.A. que viu o seu estatuto transformar-se em Sociedade de Investimentos.

CAPTÍTULO 4: ENQUADRAMENTO LEGAL E FISCAL NO REINO UNIDO

4.1. INTRODUÇÃO

No presente capítulo iremos abordar o enquadramento legal e fiscal do Capital de Risco no R.U. nomeadamente com a análise pormenorizada dos recém criados Venture Capital Trust.

Apesar de reconhecer a complexidade actual da fiscalidade bem como as diferenças de opinião que certamente se irão verificar, penso ser interessante dar a conhecer os resultados obtidos na nossa pesquisa por forma a podermos comparar o regime legal e fiscal do R.U. com o utilizado em Portugal.

4.2 Evolução do Enquadramento Legal e Fiscal no R.U.

O R.U. tem um dos mais favoráveis enquadramentos legal e fiscal, da Europa, no que se refere a capital de risco. Em termos de meios de investimento, incluem-se os efectuados via "capital-investments trusts", fundos de capital de risco, "Enterprise Investment Scheme" e o recém lançado "Venture Capital Trusts" (VCT).

A indústria de capital de risco do R.U. compreende três tipos de organizações:

- empresas independentes, que podem ser empresas, fundos ou "trusts" de investimento listados publicamente ou em privado;
- empresas participadas que pertencem a grandes instituições financeiras;
- e semi-participadas, que são parcialmente detidas por uma instituição financeira da qual utilizam o seu nome, mas operam como firmas independentes.

Os VCT's, como as EI's, oferecem incentivos fiscais aos investidores privados, mas diferem na medida em que os VCT's são uma via de investimento que oferece uma vasta gama de investimentos a pequenas e médias empresas.

As taxas de imposto sobre o rendimento pessoal e colectivo foram-se reduzindo progressivamente ao longo dos anos 80; acompanhadas por um melhoramento considerável do enquadramento para as pequenas empresas.

A BVCA (British Venture Capital Association) tem exercido durante muitos anos pressão junto do governo, no sentido de reduzir a CGT (taxa sobre ganhos de capital) para os empresários de empresas privadas. A BVCA acredita que uma taxa elevada sobre os ganhos de capital constitui um desincentivo aos empresários privados que pretendam lançar ou desenvolver as suas empresas.

As autoridades fiscais do Reino Unido, propuseram durante os anos de 81 a 83 diversos programas tendentes a incentivar o desenvolvimento da actividade do capital de risco tais como:

Venture Capital Scheme
Business Expansion Scheme
Share initiatives Scheme

Todos estes programas, permitiram incentivar os empresários individuais para que canalizassem os seus recursos para empresas jovens, com elevado potencial de crescimento e não cotadas oficialmente na bolsa .

Alguns desses programas consistiram na concessão de empréstimos, por parte das entidades bancárias, às empresas necessitadas de financiamento, os quais eram garantidos pelo Estado entre 70 e 80%. No entanto, devido aos abusos verificados, estes programas tiveram modificações legislativas para penalizar os responsáveis das entidades que utilizaram esses incentivos de forma fraudulenta.

As principais características que definiam esses programas incentivadores da criação e desenvolvimento de empresas mediante investimentos em acções de empresas não cotadas na bolsa foram:

- Dedução fiscal dos investimentos efectuados neste sector, ao nível do imposto sobre os rendimentos individuais.
- Atribuição desse benefício aos investimentos realizados em empresas não cotadas na bolsa ou no USM(unlisted securities market).
- Não beneficiavam destas vantagens as entidades que tivessem uma participação superior a 30% do capital social de uma outra sociedade.
- O limite de investimento para dedução estava estabelecido em 40.000 libras por sujeito passivo no ano fiscal correspondente.
- Os investimentos poderiam ser efectuados com intermediação de um fundo de investimento.
- Os ganhos de capital ou mais-valias tinham um tratamento favorável nestes programas.

No que diz respeito ao desinvestimento das carteiras de participações das SCR, a criação do USM no RU em 1980, acrescido dos processos de aquisições e fusões de empresas verificados, foram responsáveis pelo desenvolvimento do capital de risco no RU.

O USM desempenhou um papel fundamental no que diz respeito às vias de saída tanto para os investidores de capital de risco, como para os empresários empreendedores, estes, especialmente, através das operações de Buy-Out.

Em 1987, a Inland Revenue aprovou um conjunto de directrizes reguladoras para o funcionamento dos fundos capital de risco como entidades de responsabilidade limitada, acrescido de um forte incentivo aos gestores dos fundos.

Estas entidades tem um limite de 20 sócios, os quais não podem participar na gestão da empresa e de acordo com a Declaração de Exercício de 17 de Janeiro de 1975, cada sócio era considerado como detentor de uma parte dos activos da Sociedade, sendo o imposto sobre o rendimento de responsabilidade não da Sociedade, mas sim dos sócios, através do mecanismo de transparência fiscal.

Dando sequência às fortes pressões da BVCA em Março de 1993 o Ministro da Economia pôs em prática o diferimento fiscal das mais-valias, quando ocorresse o reinvestimento dos fundos obtidos, na venda de uma participação financeira, noutra entidade sem cotação no mercado oficial.

Quanto às empresas investidoras, a BVCA recomenda, actualmente que:

- Seja criado um novo apoio, para os responsáveis que trabalham a tempo inteiro nos seus negócios, através da isenção do imposto de mais-valias, nos rendimentos obtidos na alienação do seu negócio.
- As transferências para as contas de reservas especiais sejam permitidas para valores totais superiores a 20,000 Libras com redução de imposto sobre o rendimento no montante transferido.
- A suspensão dos pagamentos de imposto sobre o rendimento sempre que uma declaração de finanças auditada de forma intermédia para um subsequente período contabilístico inferior a um ano indique que as perdas ocorreram.

- A adopção de novas leis para as Sociedades Limitadas em detrimento dos limites dos vinte sócios existentes e a introdução de uma maior exactidão nos limites a que estão sujeitas.
- Que as empresas de investimento aberto, que serão brevemente introduzidas no RU, possam investir livremente em empresas não cotadas, por forma a poderem tornar-se meios apropriados como fundos de capital de risco.
- A correcção da legislação, de forma a permitir aos VCT emitir acções, permitindo aos administradores consolidar o seu sucesso sem o custo e tempo inerentes à formulação de um novo VCT cada vez que o último seja totalmente investido.

4.3. BENEFÍCIOS FISCAIS EXISTENTES NOS VCT

A atractividade de um VCT reside nos benefícios que se encontram disponíveis ao fundo em si mesmo e aos seus investidores. Um VCT aprovado não está sujeito à tributação sobre os ganhos.

Os investidores individuais com mais de 18 anos, que depois de 6 de Abril de 1995 subscrevam "acções elegíveis" num VCT, terão direito ao benefício fiscal sobre o rendimento das subscrições efectuadas até 100,000 Libras de imposto por ano fiscal desde que as acções sejam detidas pelo menos durante 5 anos.

Este benefício toma a forma de uma redução nas responsabilidades fiscais do ano em que o investimento é feito. O máximo de benefício, por ano fiscal, é de 20,000 Libras e pode ser reclamado à Inland Revenue logo que seja comunicado a esta entidade o investimento realizado no VCT.

Outro tipo de benefício fiscal é o que recai sobre os dividendos.^f Um indivíduo será considerado como receptor de rendimentos para efeitos de tributação sobre rendimentos quando lhe pagam os dividendos de acções ordinárias adquiridas em, ou depois de, 6 de Abril de 1995 numa empresa aprovada como um VCT, estando os dividendos livres de imposto e de créditos de imposto a ele ligados.

Esses dividendos estão disponíveis para acções detidas ao portador e a transferência das acções para um cônjuge acabará com o direito aos benefícios de dividendos para o transmissor, apesar do cônjuge ter direito a esses benefícios.

Um determinado indivíduo estará isento de imposto sobre mais-valias na alienação de acções ordinárias adquiridas, em ou depois de, 6 de Abril de 1995 numa empresa aprovada como um VCT, até ao montante das acções alienadas, adquiridas dentro do limite máximo permitido de 100,000 Libras, por ano fiscal.

Se um residente individual do Reino Unido com mais de 18 anos realiza um ganho através da alienação de um activo em, ou depois de, 6 de Abril 1995, poderá diferir o imposto desse ganho, se subscreveu novas acções num prazo de 12 meses em que ocorreu a alienação.

^g Até ao montante em que a soma subscrita iguala os ganhos, são os mesmos diferidos, nem o custo base do VCT, nem o seu tratamento para outros efeitos fiscais é alterado. A transferência das acções para um cônjuge não resulta na perda do benefício.

^h Para um investidor individual, que subscrever cerca de 100,000 Libras por ano de participações num VCT, os benefícios são potencialmente bastante atractivos. Se um VCT realiza um ganho, não pagará impostos daí em diante. O investidor pode vender as suas acções no mercado sem pagar

impostos (conforme vimos anteriormente). Assumindo que os detentores de acções num VCT englobam apenas grandes fundos ou indivíduos, não existe nenhuma razão fiscal pela qual as acções de um VCT devam ser alienadas.

Refira-se que se o investidor não detiver as acções do VCT durante cinco anos, vai ter de pagar os benefícios fiscais que conseguiu durante o período que deteve essas acções.

Interessa igualmente constatar que no caso de falecimento do Investidor, a Inland Revenue não retira os benefícios fiscais obtidos sobre os rendimentos nem tributará quaisquer mais valias diferidas.

Verificou-se recentemente uma decisão inovadora da Inland Revenue em autorizar um VCT a distribuir os lucros obtidos num determinado exercício. O VCT pode decidir distribuir esses lucros a um indivíduo livre de impostos, beneficiando do regime da transparência fiscal ficando assim isento de impostos. Uma combinação dos benefícios fiscais iniciais (20% do montante subscrito) com benefícios de reinvestimento (deferindo uma responsabilidade fiscal sobre um ganho tributável que de outro modo é tributado a uma taxa de 40%) pode reduzir o custo de subscrição das acções do fundo de capital de risco.

4.4. CONDIÇÕES DE APROVAÇÃO DE UM VCT

O *Finance Bill*, publicado em 4 de Janeiro de 1995, contém as medidas necessárias para estabelecer o programa de VCT's, que entrou em vigor a 6 de Abril 1996.

A legislação referida, instituiu certas condições para aprovação:

- o rendimento da empresa deriva total ou maioritariamente de acções e títulos;

- pelo menos 70% do valor do investimento será efectuado em acções ou títulos (incluindo empréstimos de pelo menos 5 anos) em detenções qualificadas;
- pelo menos 30% do valor das suas detenções qualificadas encontra-se aplicado em acções ordinárias;
- nenhuma participação, em qualquer empresa, representa mais de 15% dos investimentos;
- o capital em acções ordinárias foi cotado na bolsa de valores;
- não retém mais de 15% do rendimento proveniente de acções e títulos.

Um VCT pode ter aprovação provisória, mesmo que todas estas condições não tenham sido atingidas, desde que a segunda e terceira condições sejam atingidas dentro de 3 anos e que as outras condições sejam atingidas no período corrente ou no próximo. Se o fundo não atinge as condições neste período de tempo, a aprovação provisória será retirada.

A aprovação pode ser retirada numa variedade de circunstâncias, em que exista uma falha no preenchimento de uma condição ou se pelo menos aparenta que estas não estão ou não serão satisfeitas. Se a aprovação é retirada, esta pode sê-lo desde o princípio do período contabilístico da empresa de capital de risco, em que o comunicado da anulação é emitido.

Contudo, para os investidores, a anulação toma lugar a partir da data em que o comunicado da mesma é emitido. A consequência da anulação face aos investidores depende do tipo de benefício fiscal. Caso a anulação ocorra antes do quinto exercício de aquisição das acções, o total do benefício fiscal inicialmente obtido será reembolsado.

No caso de a aprovação ser anulada, o custo base das acções do investidor é elevado até ao valor de mercado na data da retirada. Por conseguinte, para o período em que a empresa foi um fundo de capital de risco, quaisquer ganhos relativos a esse período não estarão sujeitos a imposto sobre mais-valias

A anulação do estatuto a uma empresa de capital de risco, provoca que em qualquer momento o ganho obtido com o diferimento está sujeito à tributação de imposto. Esta tributação será referente ao montante dos ganhos que foram diferidos e a taxa de imposto aplicada será referente à da data da anulação.

4.5. REGULAMENTAÇÕES ESPECÍFICAS

No R.U. as regulamentações específicas são emitidas para complemento da legislação base. As regulamentações podem cobrir um número de áreas, incluindo o efeito dos benefícios, ou seja a maneira como os pedidos para a obtenção dos benefícios deve ser feita, a ficha de candidatura para a aprovação de um VCT, o procedimento para a retirada da aprovação, as contas e registos que um VCT deve manter e, mais importante, as obrigações de um VCT se este aparentar que não se qualifica como tal, e os gestores responsáveis pelos aspectos relacionados com as dívidas de impostos, quando a aprovação for anulada.

A Financial Intermediaries and Claims Office (FICO), em Bootle, trata da concessão e anulação das aprovações e pedidos para benefícios fiscais ao nível dos dividendos e das alienações. Os distritos locais dos investidores, serão responsáveis pelos benefícios iniciais e de reinvestimento e devem averiguar se uma detenção será ou não qualificada.

O tipo de informação a fornecer ao FICO, em conexão com uma candidatura para aprovação, inclui as últimas contas de uma empresa de capital de risco, os seus pactos sociais, prospectos de emissões e detalhes das estratégias de investimentos propostas, e outras informações de gestão.

Um VCT pode ter alguns investidores que não são individuais. Estes investidores, especialmente se eles próprios não forem sujeitos de imposto, esperam que um VCT mantenha os benefícios fiscais próprios do sector de capital de risco. Caso um VCT perca, subitamente, a sua aprovação, os investidores individuais serão duplamente prejudicados pois não só perderão os seus benefícios fiscais, como também os benefícios provenientes de ganhos do fundo de capital de risco, conduzindo assim a uma dupla tributação de ganhos de mais-valias.

Como já vimos um VCT residente que seja aprovado pela Inland Revenue, está isento de tributação sobre rendimentos.

Um VCT tem um "período de carência" de cerca de três anos para satisfazer os testes dos 70% e dos 30%. Isto significa que, se novos fundos forem conseguidos pelo capital de risco, através da emissão ou colocação de novas acções, deve imediatamente qualificar-se esses valores com o estatuto de fundo de capital de risco, isto é, as importâncias correspondentes aos 70% dos seus investimentos, tem de ser representado por detenções qualificadas em empresas não cotadas.

De referir que, à medida que as participações são alienadas, o recebimento do dinheiro pode significar que o capital disponível não esteja 70% investido em empresas não cotadas. A Inland Revenue reconhece essa dificuldade e indicou que, brevemente, emitirá algumas medidas relativas a este ponto.

Note-se que , tendo investido 70% dos fundos do VCT em detenções qualificadas, os administradores do VCT poderão ser tentados a investir os restantes 30% dos fundos em acções e títulos cotados na bolsa de valores. No entanto, deve-se recordar que se algumas das empresas não cotadas em detenções qualificadas do VCT não cumprirem as condições do programa, a aprovação do VCT pode ser confiscada e, conseqüentemente, os investidores podem perder os seus benefícios de imposto. Sir George Young defendeu este ponto de vista no debate da *Finance Bill de 1995*:

“ o Fundo deveria ter um alcance superior a 70%, visto que não pode chegar a valores abaixo dessa percentagem. Portanto, a legislação atribui ao VCT 30% de margem para a compra e venda de investimentos”.

4.6. DETENÇÕES QUALIFICADAS

As detenções qualificadas consistem em participações em empresas não cotadas que existem somente com o propósito de levar a cabo um ou mais negócios (definidos amplamente num programa de investimento) totalmente ou maioritariamente no RU. De referir que um negócio qualificado não pode incluir:

- negociações em terrenos, futuros e opções, acções ou outros instrumentos financeiros;
- actividades bancárias, seguradoras ou outras actividades financeiras;
- leasing ou recepção de royalties ou remunerações de licenças;
- serviços de “accouting” e de direito.

Note-se, que uma empresa alvo de uma participação por parte do VCT tem de ser uma empresa não cotada, isto quer dizer que nenhuma das suas participações, acções, títulos de longo e curto prazo, estão listadas numa bolsa de valores designada pela Inland Revenue.

Se um investimento não cotado se torna cotado, pode ser tratado como qualificado por mais 5 anos, permitindo alienações casuais.

4.7. MERCADO ALTERNATIVO DE INVESTIMENTOS (AIM)

Em Junho de 1995 a bolsa de valores, lançou o Mercado Alternativo de Investimentos para PMES em crescimento, substituindo o mercado de títulos não listados (USM). Em Fevereiro de 1996, a Inland Revenue anunciou que as acções negociadas no AIM, seriam consideradas como acções não cotadas a nível fiscal.

Apesar da "Official List" obrigar as empresas a deterem o mesmo negócio por 3 anos seguidos, no que se refere à adesão ao AIM, não se fazem tais restrições. O investimento em empresas do AIM envolve um grau de risco mais elevado, mas também acarreta retornos mais elevados. A introdução do AIM, juntamente com os benefícios de imposto para os detentores de acções não cotadas, deverá tornar o investimento nessas acções mais atractivas.

4.8. TESTE DOS ACTIVOS BRUTOS

Os VCT podem efectuar investimentos anuais totais até 1 milhão de Libras numa empresa não cotada, isto é, eles podem contabilizar esse investimento em qualquer outro ano em direcção aos 70% de trocas não cotadas requerido à empresa, desde que os activos brutos da empresa não excedam 10 milhões de Libras no momento anterior ao investimento e não exceda os 11 milhões imediatamente a seguir ao

investimento. Para evitar que os VCT defraudem este denominado teste de activos brutos, investindo em várias empresas do mesmo grupo, os activos de diferentes membros do mesmo grupo serão consolidados (apesar de para este efeito as participações e os direitos entre empresas de grupo serem ignorados). Este teste é altamente controverso para os investidores de capital de risco pelas seguintes razões:

- a) Os activos não escriturados nas contas, como por exemplo, marcas e bens intangíveis, são considerados activos para efeitos deste teste e precisam de ser avaliados. Os activos fixos precisam de ser reavaliados. Todo o processo de investimento pode, assim, ser feito mais lentamente e qualquer avaliação realizada pode ser posta em causa pela Inland Revenue;
- b) O limite dos 11 milhões de Libras em activos depois do investimento, é destinado a responder à preocupação de que os VCT's podem, igualmente, investir simultaneamente numa empresa com um activo abaixo dos 10 milhões de Libras. É discutível se isto seria possível em qualquer momento. Contudo, o requisito tem largas ramificações. Pode ter o efeito de limitar severamente o uso de VCT's no mercado de Management Buy-Out (M.B.O.).

4.9. EMPRÉSTIMOS AOS INVESTIDORES

O benefício inicial de imposto, para investidores individuais que subscreverem acções num VCT, não estará disponível se as acções estiverem ligadas a empréstimos, que tenham sido atribuídos aos investidores. Uma vez que o benefício fiscal de reinvestimento está dependente da obtenção do benefício inicial, pode-se dizer que também ele se encontra sujeito às mesmas restrições.

4.10. PROGRAMA DE INVESTIMENTO EMPRESARIAL (EIS)

Em 1993, surgiu no Reino Unido um programa de investimento empresarial (EIS) que se encontra disponível para novos investimentos de património líquido em empresas, não cotadas do Reino Unido, feitos por investidores sujeitos a imposto sobre o rendimento do Reino Unido.

As suas características principais são:

- Dedução no imposto sobre os rendimentos do investidor, de 20% dos investimentos realizados até 100,000 Libras por ano;
- Inexistência de mais-valias na alienação de acções;
- Os investidores, não relacionados previamente com as empresas nas quais investem, podem adquirir lugares na administração dessas Empresas
- Existe um limite anual de 1 milhão de Libras por empresa (5 milhões para algumas empresas de navegação) e um período de detenção mínima de 5 anos.
- Existem apoios fiscais ao nível deste programa que permitem aos subscritores diferirem ganhos tributáveis gerados sobre qualquer activo quando o ganho for reinvestido em acções do EIS.

4.11. SEGURANÇA SOCIAL

O sistema de Segurança Social do Reino Unido difere do português, visto que as taxas variam de acordo com o rendimento obtido semanalmente. Existe uma divisão de rendimentos semanais permitindo, por exemplo, que um empregado que aufera um salário inferior a 60.99 Libras não desconte para a Segurança Social.

As taxas a aplicar aos trabalhadores obedecem a uma amplitude que vai de 2% a 10%, tendo em conta a separação feita entre os trabalhadores que são efectivos e os que não são. As entidades patronais estão sujeitas a taxas que variam entre 3% e 10,2% consoante o rendimento obtido semanalmente.

4.12. TRIBUTAÇÃO DAS SOCIEDADES NO REINO UNIDO

Actualmente, as Sociedades Limitadas no R.U. gozam do princípio da transparência fiscal, sendo as empresas ligadas a elas sujeitas a imposto por meio dos seus sócios. A taxa aplicada será de 25% ou de 33% conforme se trate de uma empresa de pequena ou grande dimensão, respectivamente. A taxa das pequenas empresas aplica-se a empresas cujos lucros não excedam 300,000 Liras.

4.13. IMPOSTO SOBRE O VALOR ACRESCENTADO

Relativamente ao tratamento do IVA nas aquisições das Sociedades de Capital de Risco convém referir que o seu tratamento permite a dedução do Imposto suportado nessas aquisições, sendo por sua vez a taxa de liquidação dos seus serviços de 17,5%.

4.14. IMPOSTO DE SELO

Na consulta de documentação obtida sobre esta matéria concluímos que no R.U. a transmissão de acções são tributadas a uma taxa de 0,5%.

4.15. IMPOSTO DE MAIS - VALIAS

A taxa de mais-valias (CGT) no Reino Unido é de 40% e mantêm-se como uma das mais altas da Europa.

4.16. BENEFÍCIO DE REINVESTIMENTO

Qualquer ganho tributável obtido por um indivíduo ou pela maioria dos investidores de capital de risco podem ser diferidos quando o ganho for reinvestido em acções qualificadas.

4.17. TRATAMENTO DAS MENOS - VALIAS

As menos-valias na venda de acções dos VCT's não são aceites fiscalmente, tendo o Secretário de Estado do Tesouro, Sir George Young, feito os seguintes comentários quando foi abordado sobre este assunto:

“Os apoios aos VCT aumentaram substancialmente desde a fase consultiva. Aceitámos reivindicações para deduções ao nível do imposto sobre o rendimento e diferimento do imposto de mais-valias. Os investidores de VCT gozam de isenção fiscal, ao contrário dos investidores de EIS. Pensámos que tivéssemos alcançado o equilíbrio do regime fiscal. A dedução de imposto de perdas de EIS reflecte o facto de, num grau de risco, o EIS envolve um maior risco relativamente aos investimentos em VCT. Seria melhor ter regimes fiscais alternativos que reflectissem esse facto”.

4.18. IMPOSTO SOBRE HERANÇAS

Em Libras:

Taxas	desde 6-4-96	desde 6-4-95
Nula	Até 200,000	Até 154,000
40%	Acima de 200,000	Acima de 154,000

Quando se verificam doações em vida o imposto incide a uma taxa de 20%.

4.19. DIVIDENDOS

Os dividendos obtidos pelas Sociedades de capital de risco por força das participações financeiras contribuem para os seus rendimentos globais à taxa de 25%.

4.20. ENTIDADE FISCALIZADORA

No Reino Unido, o "Financial Services Act" de 1986 conferiu os poderes referidos à Secretaria de Comércio e Indústria, no entanto a maioria das suas funções podem ser transferidas a outras entidades tais como a "securities and Investment Board" (SIB), que exerce os seus poderes para reconhecer Sociedades Auto-Reguladoras (SRO), Corpos Profissionais Reconhecidos (RPB) e outras entidades. As linhas de orientação do decreto referem-se a ajustamentos nas contas e relatórios técnicos nas declarações financeiras anuais. Os negócios de investimento devem ser regulados pela SIB, ou mesmo pela SRO e RPB, dependendo do que esses negócios consistem e em que actividades estão inseridos. Será o auditor a comunicar se um investidor está habilitado ou não a levar a cabo negócios de investimento, ou se já estiver a fazê-lo, se obedece ou não às regras de conduta impostas.

4.21. PROVISÕES

As provisões constituídas para menos valias de títulos e participações financeiras, sempre que o valor de mercado de tais activos sejam inferiores ao seu valor contabilístico são aceites fiscalmente. No entanto as provisões constituídas para fazer face ao crédito concedido e risco país não são aceites fiscalmente.

4.22. CONCLUSÕES

Após termos estudado com algum pormenor a legislação fiscal do R.U., podemos concluir que o sucesso do R.U., poderá e deverá servir de exemplo para o nosso país, sobretudo em relação à consciencialização da importância que certos benefícios fiscais deverão ter na motivação dos investidores privados para que invistam na indústria de capital de risco.

Destaque particular merece, a existência de um conjunto de benefícios fiscais aos investidores, gestores dos fundos e o próprio estatuto fiscal dos V.C.T. o que faz ocorrer a este sector um conjunto de investimentos bastante significativo.

É necessário que o nosso enquadramento fiscal se adapte, concedendo, por exemplo isenções de imposto de mais valias, sobretudo aos empresários que se dedicam ao seu negócio a tempo inteiro, ou reduzindo a taxa de imposto sobre as Sociedades, conferindo-lhes, inclusivamente, outros benefícios fiscais, para que possamos reduzir a distância que nos separa dos países mais desenvolvidos ao nível da indústria de capital de risco.

A estrutura dos FCR como Sociedades Limitadas, com personalidade jurídica própria geridos por quadros profissionais motivados por incentivos ao desempenho tem contribuído significativamente para o bom andamento deste sector no R.U.

A neutralidade do tratamento fiscal permite aos fundos o reforço dos seus capitais próprios com consequente aumento dos seus rácios de rentabilidade e posterior interesse das entidades financeiras e do aforrador particular.

CAPÍTULO 5: EFEITOS DA HARMONIZAÇÃO FISCAL EUROPEIA

5.1. INTRODUÇÃO

A liberalização das transferências, ligadas aos movimentos de capitais, tem vindo a tornar os países com enquadramentos legais e fiscais mais desfavoráveis, menos competitivos na captação de fundos de investimento.

Torna-se cada vez mais conveniente que o mercado de capitais a nível europeu não seja perturbado por motivos de fiscalidade de forma a evitar-se a concorrência fiscal desleal entre os diversos países.

A harmonização dos elementos essenciais das regras e normas de fiscalidade dos valores mobiliários, tem vindo a ser analisada há já algum tempo pela Comissão Europeia, nomeadamente, através da adopção em Maio de 1993 da directiva comunitária relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários.

A Directiva de Serviços de Investimento (ISD - Investment Services Directive), que entrou em vigor a 1 de Janeiro de 1996, tem vindo a criar novas oportunidades aos participantes dos mercados de títulos mobiliários ("securities market"), através da promoção de um ambiente competitivo, neste mercado, ao nível das bolsas de valores, bancos e outros intermediários de toda a União Europeia.

A existência de regulamentações legais e fiscais apropriadas, tanto atraem investidores nacionais como estrangeiros e os investimentos feitos ajudam as empresas a crescer as quais, por sua vez, ajudarão as suas economias.

Uma harmonização dos regimes referidos, iria permitir que o mercado europeu de títulos mobiliários se tornasse menos complexo, mais transparente e mais atractivo aos investidores europeus e até não-europeus .

A harmonização prosseguida pela comunidade é no sentido de uma aproximação e não de um nivelamento das legislações dos Estados Membros.

Este cenário acrescido da importância que os aspectos legais e tributários têm no desenvolvimento da indústria de capital de risco, levou a EVCA a formar um comité designado "Tax and Legal Committee", que compreende um grupo único de peritos provenientes de onze países europeus sob a Presidência de Jonathan Blake, com vista a reflectir sobre assuntos fiscais. A primeira documentação produzida por este comité foi sobre a estrutura dos fundos de capital de risco na Europa ("Venture Capital Fund Structures") tendo sido lançada em 1994. Este novo documento refere-se aos limites dos negócios da EASDAQ e é interessante para os políticos, peritos em mercados de capitais, consultores e outros profissionais envolvidos neste sector de actividade.

5.2. REGIMES APLICÁVEIS ÀS ESTRUTURAS DE CAPITAL DE RISCO A NÍVEL EUROPEU.

Apresenta-se de seguida e de forma resumida algumas características do enquadramento legal e fiscal existente em diversos países europeus:

FRANÇA

As SCR's constituem-se sob a forma de Sociedades Anónimas ou em Sociedades em comandita por acções.

Não houve, em 1996, mudanças significativas no enquadramento fiscal, no qual operam os investidores de capital de risco Franceses o qual é considerado favorável para a indústria. Sob certas condições, Sociétés de Capital à Risque (SCR) e Fonds Commun de Placement Risques (FCPR) estão isentas de imposto sobre rendimento, se 50% das participações forem de Sociedades não cotadas, cuja actividade seja comercial ou industrial e estejam sujeitas a tributação sobre o rendimento. Os accionistas são tributados só em relação aos lucros distribuídos e às mais-valias na alienação das suas acções.

Os FCPR gozam de um regime de transparência fiscal, tendo necessidade de investir, no prazo de 1 ano pelo menos 50% do seu património em acções, obrigações convertíveis e títulos de participações em sociedades não cotadas para que os seus participantes tenham benefícios fiscais.

ITALIA

O Imposto sobre o rendimento das Sociedades (IRPEG) foi reduzido para as empresas em vias de serem cotadas na bolsa de valores, de 36% para 20% e a isenção parcial é garantida às mais valias que sejam reinvestidas (D.I. 10 Giugno 1994, N. 357). Estas medidas estarão em vigor até 1997.

A legislação financeira de 1995 reduziu o imposto de retenção na fonte sobre os juros pagos por obrigações de Sociedades, emitidas por empresas não cotadas na bolsa, de 30% para 12,5%, tendo o imposto sobre o rendimento das Sociedades aumentado de 36% para 37%. Refira-se que:

- os fundos de capital de risco têm de investir pelo menos 40%, mas não mais de 80%, do seu capital em acções, obrigações convertíveis de empresas não cotadas.

- os fundos não podem investir mais de 20% do seu activo em títulos do tesouro.
- Também não podem investir mais de 20% do seu activo em empresas cotadas.
- os fundos não podem investir em títulos emitidos por outros fundos de investimento fechados.
- os fundos não podem investir em títulos transaccionáveis emitidos por entidades que pertençam ao grupo do qual a sociedade gestora é membro, nem em títulos transaccionáveis vendidos por pessoas que os tenham adquirido a essas entidades.
- os fundos só podem deter colectivamente um máximo de 51% das acções da participada, quando essas acções sejam detidas por, pelo menos, 3 fundos pertencentes a 3 grupo diferentes.
- os fundos não cotados têm uma vida de, pelo menos, 5 anos mas não mais de 10.
- os fundos gozam de um regime de transparência fiscal sendo os resultados distribuídos sujeitos ao seguinte tratamento:
 - ⇒ Sujeitos não classificados como empresários estão isentos;
 - ⇒ Sujeitos classificados como empresários estão sujeitos a tributação;

⇒ Sociedades estão sujeitas a tributação, tendo um crédito de imposto de 25% se possuírem uma participação que não exceda 2%, por mais de três anos. Os Fundos estão sujeitos a uma taxa anual especial de 0,10% quando metade do património do fundo estiver investido em acções, obrigações convertíveis e “warrants” de PME não cotadas e de 0,25% em todos os outros casos.

HOLANDA

Existem basicamente três tipos de estruturas de capital de risco na Holanda: as «Limited Partnership» e «Limited Liability Company» e as «Investment Mutual Funds».

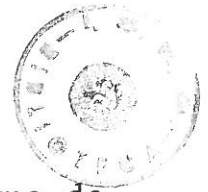
No caso das «Limited Partnership» o regime fiscal é o da transparência fiscal, ao passo que nas «L.L.C.» os lucros recebidos e as mais-valias obtidas podem ser isentas de imposto se o valor da participação obedecer a certos critérios, nomeadamente se as participações forem abaixo de 5%.

No que diz respeito aos «I.M.F.», os mesmos podem ser fechados, gozando de regime de transparência fiscal, ou abertos e neste caso estão sujeitos ao regime fiscal das «L.L.C.»

ALEMANHA

Na Alemanha durante o ano de 1995 decorreram, intensas discussões sobre a promoção eficaz do capital de risco. Encontram-se em discussão certas medidas fiscais e legais que irão promover o capital de risco em geral os investimentos em particular.

ESPAÑA



Em Espanha, as SCR's, constituem-se sob a forma de Sociedades Anónimas, com um capital social mínimo de 200 milhões de pesetas.

Os fundos de capital de risco são fundos patrimoniais, cujo capital inicial é, no mínimo, de 275 milhões de pesetas, sendo geridos por uma sociedade gestora.

Ambas as estruturas têm como objecto exclusivo efectuar, através da aquisição temporária de acções, a promoção de PME's que estejam envolvidas em actividades relacionadas com a inovação tecnológica ou outras regularmente determinadas e não sejam Sociedades de Investimento ou Holdings.

O artigo 19º do Real Decreto-Ley (RDL) da nova redacção no ponto 1 do art. 69º da Lei 43/1995, de 27 de Dezembro, do Imposto de Sociedades, no qual se regula o regime fiscal especial deste tipo de entidades, simplifica e amplia a isenção parcial aí prevista no que diz respeito aos rendimentos obtidos pela transmissão de acções e participações em empresas, a que se refere o art. 12º do RDL 7/1996. Assim, sempre que a transmissão se efectue entre o terceiro e o décimo ano da data de aquisição as SCR, beneficiarão de uma isenção de 99%.

Os fundos de capital de risco têm também alguns benefícios, nomeadamente os que derivam da isenção parcial de mais valias (as acções possuídas por menos de 3 anos ou por mais de 11 anos não são contempladas) e o crédito de imposto de 100% para evitar a dupla tributação de dividendos, se as participações forem superiores a 25%.

AUSTRIA

A nova lei fiscal Austríaca, que entrou em vigor no início de 1994, não providencia qualquer tratamento especial para estimular o investimento de capital de risco. As mais-valias para investidores estatais são tributadas à taxa de 34%, enquanto que para os investidores privados não existe tributação caso as participações sociais sejam menos de 10% do total do capital e sejam detidas por mais de um ano.

BÉLGICA

As medidas fiscais e legais relativas ao capital de risco não apresentam fundamento para grandes queixas, uma vez que as mais-valias realizadas não são tributadas na Bélgica, e as menos valias ocorridas nas participações, só serão dedutíveis dentro de certos limites, nomeadamente através de falências definitivamente estabelecidas.

A possibilidade de emitir acções sem votação, permite certas clarificações na posição das empresas de Capital de Risco, quando investem em empresas de cariz familiar.

Os pagamentos de dividendos são, normalmente, tributados à taxa de 1.95% e no 01/01/94, os impostos de retenção na fonte sobre pagamentos de dividendos de acções subscritas em dinheiro, foram reduzidos de 15% para 13.39%.

DINAMARCA

A maioria das empresas de investimento de capital de risco estão estruturadas como Sociedades, e, como regra geral, pagam impostos sobre Sociedades a uma taxa de 34-38%. As mais-valias para empresas ainda estão isentas de impostos, se o período de participação financeira nessas empresas for superior a três anos.

NORUEGA

Durante 1992, foi introduzida na Noruega uma nova reforma fiscal. Porém, esta nova legislação não deu grandes incentivos e vantagens fiscais para investimentos de capital de risco. As mais-valias líquidas são tributadas, actualmente, a uma taxa de 28%.

Outra característica da nova Lei é que os dividendos pagos são tributados ao nível da empresa.

SUÉCIA

A Suécia ainda tem uma dupla tributação das mais-valias, mas as recentes alterações na tributação e regulamentações das empresas Suecas, proporcionaram um enquadramento mais competitivo. Actualmente, o imposto sobre o rendimento das SCR é de 28% sendo uma das taxas nominais mais baixas a nível mundial. No entanto, o custo da Segurança Social continua a ser relativamente alto na Suécia.

SUIÇA

O enquadramento fiscal na Suíça varia muito de distrito para distrito, mas no global, não existem provisões fiscais ou legais feitas para o capital de risco.

Em alguns distritos como Neuchâtel, Fribourg e Zug, a isenção de imposto, por um período até 10 anos, pode ser negociada por novas empresas. Para além disso, na maioria dos distritos não existe impostos sobre mais-valias para particulares e empresas.

Alguns distritos, em certas ocasiões, fornecem arranjos especiais de crédito ou construções de fábricas sem custos muito elevados às empresas investidoras de capital de risco, mas, usualmente, esses benefícios são casuais e

atribuídos numa situação de depressão económica ocorrida numa determinada área, onde seja difícil encontrar trabalhadores qualificados.

Diversas iniciativas públicas e privadas foram lançadas para promover o arranque de empresas e o financiamento. As taxas de imposto das Sociedades são, na generalidade, muito baixas. No entanto, a optimização fiscal em "Buy-Out" é difícil, especialmente quando os vendedores de acções participadas são pessoas particulares.

5.3. PERSPECTIVAS DA EVOLUÇÃO FUTURA DA HARMONIZAÇÃO FISCAL

A perspectiva de que a fiscalidade directa é um domínio que deverá continuar a permanecer subordinado à soberania de cada Estado Membro, devendo a acção comunitária limitar-se ao mínimo necessário, parece ganhar sustentação em face do reforço que a importância do principio da subsidiariedade mereceu no artigo 3º B do Tratado Europeu.

De facto, continua-se, actualmente, numa situação de liberalização total dos movimentos de capitais, no espaço comunitário, sem qualquer enquadramento fiscal comum, deixando-se à concorrência entre Estados a solução para os problemas resultantes dessa liberalização. Esta situação constitui, inclusivamente uma oportunidade para o planeamento e até evasão fiscal.

A longo prazo, a união económica e monetária trará, inevitavelmente, consequências para o sistema fiscal português, nomeadamente as que resultam da prossecução do objectivo da convergência. Porém, é difícil, neste momento, prever como se irão concretizar na prática.

Algumas dessas consequências são já visíveis. De facto, tem-se vindo a verificar um aprofundamento da convergência dos elementos do IRC com os dos impostos sobre sociedades em vigor nos outros Estados membros.

A harmonização total parece poder trazer uma grande uniformidade, superior à que se torna necessária para remover a maioria das distorções causadas pelas diferenças no actual sistema de tributação das entidades colectivas na Comunidade Europeia.

Defendo que devemos olhar para o futuro, sabendo que o processo de uma integração europeia é dinâmico, pensando na possível existência de um único imposto sobre as entidades colectivas europeias.

Para o efeito, deverão existir três condições essenciais:

- Existência de uma união económica e monetária total;
- Política orçamental independente por parte da Comunidade Europeia;
- Supervisão parlamentar total.

Assim, enquanto não existir uma moeda única e uma correspondente taxa de inflação, um imposto colectivo supranacional dificilmente terá condições de ocorrer no curto prazo. No entanto, as empresas europeias beneficiariam grandemente caso as Instituições Europeias se concentrassem, no curto prazo, na remoção de obstáculos dentro e fora dos sistemas nacionais, isto é, tentando uma harmonização parcial dos aspectos mais importantes.

Na área de impostos sobre lucros, por exemplo, a prioridade deve ser dada à remoção de obstáculos para uma competição justa nos vários sistemas de impostos colectivos.

É provável que se mantenha a tendência de alargamento da base tributável e uma maior ligação entre regras contabilísticas e regras fiscais na determinação do lucro. Tem vindo a ser discutida em várias instancias uma nova base de tributação das empresas. Uma das soluções propostas é uma tributação incidente sobre o "cash-flow", em que a base seria constituída, essencialmente pela diferença entre os proveitos relativos a vendas e prestações de serviços e as aquisições de bens e serviços destinadas aos processo produtivo, incluindo as dos bens de capital. Outra seria o chamado sistema ACE (Allowence for Corporate Equity), proposto no Reino Unido em que a base do imposto é calculada nos moldes habituais mas haveria lugar a uma dedução relativa ao capital investido.

São soluções de certo modo opostas e com implicações na questão da equidade fiscal entre os países, prevendo-se que o debate prossiga ainda durante muito tempo.

Quanto às taxas de tributação, verificou-se na maioria dos países uma baixa significativa. A nível Comunitário enquanto que na proposta de directiva de 1975 sobre harmonização do imposto de sociedades se propunha um nível de taxa entre 45% e 55%, o Comité Ruding, em 1992, já propunha valores, incluindo impostos locais, entre 30% e 40%.

Refira-se o problema da dupla tributação económica que recai sobre os lucros distribuídos pelas sociedades. O Comité Ruding não adianta qualquer solução concreta, faz apenas apelo a uma análise aprofundada que conduza depois, à adopção de um sistema comum. Os sistemas actualmente vigentes nos Estados Membros são muito diversos, conduzindo uns (sistema clássico) a nenhuma ou muito pouca redução deste problema e outros (sistema de taxa diferenciado sistema de dedução parcial nos lucros, sistema de imputação parcial, sistema de dedução parcial) a alguma redução para não falar do sistema de taxa zero ou sistema de imputação total.

A solução adoptada em Portugal pela reforma de 1989 e actualmente em vigor é o sistema de crédito de imposto. O crédito para as SCR é, desde 1993, de 95% do IRC correspondentes aos lucros distribuídos.

Em conclusão podemos perspectivar que no longo prazo, e satisfeitas as condições actuais referidas, a introdução de um imposto colectivo europeu, melhorará a força competitiva das empresas europeias face às dos EUA e Japão, devendo tal imposto ser introduzido através de uma redução simultânea das taxas de vários sistemas de imposto sobre o rendimento a nível nacional.

Ao nível do capital de risco a Comissão Europeia prevê para breve um "pacote fiscal" que compreenderá um conjunto de medidas que visam a supressão dos obstáculos ao desenvolvimento do capital de risco.

5.4. CONCLUSÕES

A exemplo do que se verificou na análise do enquadramento legal e tributário do R.U. também a nível dos restantes países Europeus se verifica um conjunto de vantagens face ao sistema vigente em Portugal.

A utilização do regime de transparência fiscal, a utilização do regime da "Participation Exemption" os créditos de imposto de 100% e a isenção das mais valias, são tudo vantagens que os países europeus possuem em relação a Portugal. Em termos legais verifica-se uma maior flexibilidade na concessão de empréstimos remunerados a médio e longo prazo às participadas permitindo às SCR Europeias uma margem de manobra superior através do reforço dos componentes equilíbrio e segurança, bem como uma maior exigência ao nível dos limites de aplicação dos fundos existentes.

PARTE III

Quantificação e Impacto
da Fiscalidade no Sector
de Capital de Risco

CAPÍTULO 6. RESULTADOS EMPRESARIAIS E FISCALIDADE

6.1.A QUANTIFICAÇÃO DO RESULTADO EMPRESARIAL EM 1994 E 1995

Neste capítulo iremos analisar os resultados empresariais obtidos neste sector de actividade, nos exercícios de 1994 e 1995, verificando da existência de algum efeito fiscal resultante do facto de ter terminado os benefícios fiscais às SCR's.

Na nossa análise partimos do princípio de que a determinação do rendimento empresarial, se realizou com rigor, precisão e exactidão necessária para que a posterior medição tributária seja certa e coincidente com a verdadeira capacidade contributiva de cada uma das sociedades analisadas.

Baseámo-nos assim nas Demonstrações dos Resultados de 1994 e 1995, apresentadas por cada uma das 14 SCR's nos seus relatórios e contas, sem prejuízo de posterior correcção por parte da Administração Fiscal. A amostra em questão deverá assim ser bastante representativa do sector, uma vez que as empresas não consideradas nunca chegaram a atingir uma expressão significativa.

Posto estas considerações passamos de seguida a apresentar a estrutura da Demonstração de Resultados consolidada do sector de Capital de Risco relativa aos exercícios de 1994 e 1995:

Quadro IX - Estrutura da Demonstração dos Resultados

(Em contos)

	1994			1995			
	TOTAL DA AMOSTRA	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	TOTAL DA AMOSTRA	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	
1	Juros e proveitos equiparados	1.291.070	92.219	94.643	1.114.648	79.618	66.047
2	Rendimentos de títulos	123.159	8.797	18.750	36.846	2.632	4.579
3	Comissões	278.854	19.918	44.429	691.109	49.365	75.822
4	SOMA(1+2+3)	1.693.084	120.935	127.788	1.842.603	131.615	117.409
6	Lucros em operações financeiras	31.543	2.253	7.706	198.820	14.201	31.355
6	Repos./anul.prov.cred.venc.e outros riscos	37.153	2.654	5.711	89.867	6.419	12.795
7	SOMA(4+6+...+8)	1.761.779	125.841	125.851	2.131.291	152.235	117.814
8	Reposição/anul.prov.p/partic.financeiras	436.668	31.191	82.986	368.972	26.355	61.686
9	Prestação de serviços	633.218	45.230	45.781	577.827	41.273	44.662
10	Proveitos e ganhos extraordinários						
10,1	Ganho na alienação de part.financeiras	351.362	25.097	33.320	934.196	66.728	108.677
10,2	Outros ganhos extraordinários	108.888	7.778	18.218	125.631	8.974	18.333
11	TOTAL DOS PROVEITOS(9+10+11+12)	3.291.915	235.137	185.647	4.137.917	295.566	170.492
12	Juros e custos equiparados	96.165	6.869	17.760	68.970	4.926	12.374
13	Comissões	40.745	2.910	3.113	103.730	7.409	14.427
14	Prejuízos em operações financeiras	740	53	140	1.845	132	250
16	SOMA(14+16+16)	137.650	9.832	18.175	174.545	12.468	17.717
16	Outros impostos	32.088	2.292	2.661	29.817	2.130	2.634
17	Custos com o pessoal	750.840	53.631	45.584	885.600	63.257	55.962
18	Gastos administrativos	583.596	41.685	31.414	582.534	41.610	35.214
19	Amortizações do exercício	217.307	15.522	11.487	170.630	12.188	8.661
20	Provisões do exercício						
21,1	Crédito vencido e outros riscos	483.077	34.505	71.008	870.056	62.147	94.262
21,2	Imobilizações financeiras	711.604	50.829	57.328	1.253.521	89.537	89.754
22	Outros custos de exploração	43.630	3.116	6.214	38.120	2.723	5.991
23	Custos e perdas extraordinárias						
23,1	Perdas na alienação de partic.financeiras	467.493	33.392	85.431	438.598	31.328	63.633
23,2	Outros	77.196	5.514	5.904	142.228	10.159	23.535
24	TOTAL DOS CUSTOS(17+18+...+24)	3.504.481	250.320	174.164	4.585.649	327.546	243.486
25	Imposto s/rendimento do exercício						
25,1	Despesas não documentadas	697	50	113	3.211	229	679
25,2	Normal	0	0	0	4.837	346	1.293
26	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(213.263)	(15.233)	103.163	(455.780)	(32.556)	125.194
27	RESULTADOS OPERACIONAIS	(717.715)	(51.265)	113.669	(1.466.441)	(104.746)	113.185
28	RESULTADOS EXTRAORDINÁRIOS	(84.438)	(6.031)	69.862	479.002	34.214	85.388
29	RESULTADOS FINANCEIROS	589.588	42.113	43.767	539.708	38.551	43.150
30	RESULTADOS CORRENTES	(128.127)	(9.152)	115.846	(926.733)	(66.195)	105.158
31	RESULTADOS ANTES DO IMPOSTO	(212.566)	(15.183)	103.088	(447.732)	(31.981)	125.358

Analisando os resultados líquidos médios para as 14 empresas consideradas, verifica-se que os mesmos passaram de -15.233 contos em 1994 para 32.556 contos em 1995, o que revelou um acréscimo negativo de 213,7%, muito por força do acréscimo das Provisões constituídas quer para Imobilizações Financeiras quer para Crédito Vencido e Outros Riscos.

Note-se que, e analisando individualmente as 14 empresas:


- Em 1994 4 Empresas Privadas e uma Estatal apresentaram Resultados Negativos, enquanto em 1995 as 4 Empresas pertencentes a organismos públicos e 1 pertencente ao sector privado apresentaram resultados negativos.
- Enquanto em 1994 os resultados líquidos variaram entre -325.849 contos e 108.226 contos em 1995 o valor mínimo foi de -337.846 contos e o máximo de 94.170.

Convém no entanto referir que as SCR têm normalmente resultados correntes negativos, uma vez que as mais valias obtidas com a venda das participações financeiras são contabilizadas como resultados extraordinários.

Torna-se igualmente relevante na análise global do sector o acréscimo dos custos motivados pelo aumento das provisões. Efectivamente as provisões do exercício passaram de 1.194.681 contos em 1994 para 2.123.577 contos em 1995, isto em termos absolutos. Em termos médios tivemos um acréscimo de 85.334 contos para 151.684 contos.

Este acréscimo poderá ser explicado pelo facto de:

- As empresas passaram a estar sujeitas a IRC, o que pressupõe a utilização de todos os mecanismos de dedução permitidos.

- 
- Entrada em vigor da Legislação, que obriga as SCR a constituírem provisões para determinados riscos, vide ponto 2.2.2, com a vantagem de serem aceites fiscalmente.
 - Ajustamento contabilístico da carteira de participações financeiras das SCR, como reflexo dos maus resultados obtidos por essas participadas.

Nota-se igualmente, na análise em questão, uma quebra dos proveitos de exploração ao nível dos juros e proveitos equiparados e rendimentos de títulos os quais passaram de 1.445.772 contos em 1994 para 1.350.314 contos em 1995, isto em termos absolutos.

Em termos médios passou-se de 103.269 contos em 1994 para 96.451 contos em 1995.

Na nossa opinião dois motivos podem justificar esta diminuição de proveitos:

- Diminuição das taxas de juro passivas e a diminuição dos montantes disponíveis para aplicação em produtos financeiros de curto prazo uma vez que a necessidade de reforço de fundos em algumas participações e a entrada em novos projectos consumiram recursos que anteriormente estariam aplicados em aplicações financeiras.
- Constata-se um aumento significativo dos proveitos relacionados com as comissões efectuados quer ás empresas participadas quer aos fundos (FRIE, essencialmente, uma vez que o único FCR existente se encontra praticamente sem actividade) o que provocou um acréscimo de 278.854 contos em 1994 para 691.109 contos em 1995.

- Verifica-se igualmente um aumento significativo nos proveitos derivados da alienação de participações financeiras, que passaram de 351.362 contos em 1994 para 934.196 contos em 1995.

Em virtude de as amostras em questão serem de reduzida dimensão e as observações médias serem fortemente influenciadas por determinadas SCR, apresenta-se nos quadros seguintes a decomposição da Demonstração de Resultados por grupos de SCR:

Quadro X - Empresas com Controlo Estatal Versus Privadas

ESTRUTURA DA DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS		1994					1995				
		EMPRESAS PÚBLICAS	%	PRIVADAS	%	TOTAL GERAL	EMPRESAS PÚBLICAS	%	PRIVADAS	%	TOTAL GERAL
		4		10		14	4		10		14
1	Juros e proveitos equiparados	897.440	70%	393.630	30%	1.291.070	822.321	74%	292.327	26%	1.114.648
2	Rendimentos de títulos	54.868	45%	68.291	55%	123.159	14.353	39%	22.493	61%	36.846
3	Comissões	260.815	94%	18.039	6%	278.854	627.027	91%	64.083	9%	691.110
4	SOMA(1+2+3)	309.866	18%	479.960	28%	1.693.084	1.463.700	79%	378.903	21%	1.842.603
5	Lucros em operações financeiras	30.790	98%	753	2%	31.543	172.093	87%	26.728	13%	198.821
6	Repos./anul. prov. p/créd.vencido e outros riscos	10.721	29%	26.431	71%	37.153	33.077	37%	56.790	63%	89.867
7	SOMA(4+5+...+8)	348.653	20%	507.144	29%	1.761.779	1.668.870	78%	462.420	22%	2.131.290
8	Reposição/anul. prov. p/partic.financeiras	379.362	87%	57.306	13%	436.668	179.716	49%	189.256	51%	368.972
9	Prestação de serviços	441.938	70%	191.280	30%	633.218	488.937	85%	88.890	15%	577.827
10	Proveitos e ganhos extraordinários										
10,1	Ganho na alienação de part.financeiras	255.389	73%	95.973	27%	351.362	165.855	18%	768.342	82%	934.197
10,2	Outros ganhos extraordinários	41.206	38%	67.683	62%	108.889	55.195	44%	70.436	56%	125.631
11	TOTAL DOS PROVEITOS(9+10+11+12)	1.172.146	36%	919.386	28%	3.291.915	2.558.574	62%	1.579.344	38%	4.137.917
12	Juros e custos equiparados	17.303	18%	78.862	82%	96.165	11.728	17%	57.242	83%	68.970
13	Comissões	26.648	65%	14.097	35%	40.745	73.852	71%	29.878	29%	103.730
14	Prejuizos em operações financeiras	717	97%	22	3%	740	1.607	87%	238	13%	1.845
15	SOMA(14+15+16)	15.825	11%	92.982	68%	137.650	87.187	50%	87.358	50%	174.545
16	Outros impostos	20.530	64%	11.558	36%	32.088	20.888	70%	8.929	30%	29.817
17	Custos com o pessoal	616.278	82%	134.562	18%	750.840	773.754	87%	111.846	13%	885.600
18	Gastos administrativos	418.688	72%	164.909	28%	583.596	468.789	80%	113.745	20%	582.534
19	Amortizações do exercício	169.839	78%	47.468	22%	217.307	137.608	81%	33.022	19%	170.630
20	Provisões do exercício										
21,1	Crédito vencido e outros riscos	179.254	37%	303.823	63%	483.077	520.636	60%	349.421	40%	870.056
21,2	Imobilizações financeiras	411.723	58%	299.880	42%	711.604	796.950	64%	456.571	36%	1.253.521
22	Outros custos de exploração	34.918	80%	8.712	20%	43.630	33.052	87%	5.067	13%	38.120
23	Custos e perdas extraordinárias										
23,1	Perdas na alienação de partic.financeiras	304.662	65%	162.831	35%	467.493	180.257	41%	258.341	59%	438.598
23,2	Outros	40.116	52%	37.080	48%	77.196	107.087	75%	35.140	25%	142.228
24	TOTAL DOS CUSTOS	1.039.900	30%	1.263.806	36%	3.504.481	3.126.208	68%	1.459.441	32%	4.585.649
25	Imposto s/rendimento do exercício										
25,1	Despesas não documentadas	310	44%	388	56%	697	2.948	92%	263	8%	3.211
25,2	Normal	0		0		0	4.837	100%	0	0%	4.837
26	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	131.936	(62%)	(344.807)	162%	(213.263)	(575.420)	126%	119.640	-26%	(455.780)
27	RESULTADOS OPERACIONAIS	8.105	(1%)	(490.732)	68%	(717.715)	(957.225)	65%	(509.216)	35%	(1.466.441)
28	RESULTADOS EXTRAORDINÁRIOS	(106.170)	126%	(36.255)	43%	(84.438)	(66.295)	-14%	545.296	114%	479.002
29	RESULTADOS FINANCEIROS	230.311	39%	182.568	31%	589.588	455.885	84%	83.823	16%	539.708
30	RESULTADOS CORRENTES	238.416	(186%)	(308.164)	241%	(128.127)	(501.340)	54%	(425.394)	46%	(926.733)
31	RESULTADOS ANTES DO IMPOSTO	132.246	(62%)	(344.419)	162%	(212.566)	(567.634)	127%	119.903	-27%	(447.732)

ADRO XI - DECOMPOSIÇÃO DOS RESULTADOS DAS ENTIDADES PÚBLICAS FACE ÀS PRIVADAS

SCR	1994			1995			VARIACÃO		
	RESULT. LÍQUIDOS	RESULT. EXTRAORD.	RESULT. FINANC.	RESULT. LÍQUIDOS	RESULT. EXTRAORD.	RESULT. FINANC.	RESULT. LÍQUIDOS	RESULT. EXTRAORD.	RESULT. FINANC.
ORGANISMOS PÚBLICOS	(393)	57.987	176.709	(613.187)	(198.193)	155.322	(612.794)	(256.179)	(21.386)
EMPRESAS ESTATAIS	131.936	(106.170)	230.311	37.767	131.898	300.563	(94.169)	238.068	70.252
EMPRESAS PRIVADAS	(344.807)	(36.255)	182.568	119.640	545.296	83.823	464.446	581.551	(98.746)
TOTAIS	(213.263)	(84.438)	589.588	(455.780)	479.002	539.708	(242.517)	563.440	(49.880)

ADROXII - DECOMPOSIÇÃO DOS RESULTADOS POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, GRUPOS ECONÓMICOS E PÚBLICOS

SCR	1994			1995			VARIACÃO		
	RESULT. LÍQUIDOS	RESULT. EXTRAORD.	RESULT. FINANC.	RESULT. LÍQUIDOS	RESULT. EXTRAORD.	RESULT. FINANC.	RESULT. LÍQUIDOS	RESULT. EXTRAORD.	RESULT. FINANC.
BANCOS	(24.285)	(281.781)	250.838	289.336	533.552	201.506	313.622	815.333	(49.332)
GRUPOS ECONÓMICOS	(174.025)	139.388	215.889	(159.444)	143.850	191.630	14.581	4.462	(24.259)
EMPRESAS PÚBLICAS	(14.953)	57.955	122.861	(585.673)	(198.401)	146.571	(570.720)	(256.355)	23.711
TOTAIS	(213.263)	(84.438)	589.588	(455.780)	479.002	539.708	(242.517)	563.440	(49.880)

Verifica-se uma inversão dos Resultados líquidos obtidos em 1995, entre as entidades sob controlo Estatal e as Privadas, face ao exercício de 1994.

6.2. ANÁLISE DA TAXA EFECTIVA DE TRIBUTAÇÃO EM 1994 E 1995

Antes de entrarmos na análise da taxa efectiva de tributação do sector nos exercícios de 1994 e 1995 nas contas das SCR pensamos ser importante mencionar que o impacto dos benefícios fiscais, durante os exercícios de 1989 a 1993, resultou num total de poupança de imposto (IRC) de cerca de 1,7 milhões de contos conforme cálculos efectuados, naturalmente por aproximação, pelo Centro de Estudos Aplicados da Universidade Católica Portuguesa.

De referir que o citado valor foi obtido multiplicando os resultados antes de impostos das Sociedades por uma taxa de 40% tendo sido efectuada a anulação do reporte dos prejuízos.

Seguidamente e com base nas Demonstrações de Resultados apresentadas no ponto anterior constatamos que em 1994 as 14 SCR estudadas registaram um valor de IRC liquidado de 697 contos com a curiosidade deste valor ser obtido pela aplicação da taxa autónoma de 10% às despesas confidenciais de 3 SCR (1 privada e 2 estatais), porque senão não haveria lugar a liquidação de imposto.

Naturalmente que esta análise é simplista uma vez que o Resultado Contabilístico ainda deverá ser afectado dos ajustamentos fiscais os quais no entanto ainda provocam um aumento da carga tributária uma vez que as variáveis a crescer são normalmente, superiores às variáveis a deduzir.

Em 1995 o valor do IRC liquidado foi de 8.048 contos dos quais somente 4.837 contos foram provenientes da aplicação directa da taxa de IRC sendo os restantes 3.211 contos relativos à tributação das despesas confidenciais. Referência merece o facto do valor do IRC liquidado de forma directa, 4.837 contos, ser proveniente de apenas uma SCR, pertencente a um Grupo Económico Estatal.

Importante é igualmente, a constatação de que o IRC liquidado em 1994 e 1995 representa apenas 0,5% e 4,9% respectivamente, dos Resultados positivos Antes do Impostos, o que diz bem da baixa taxa efectiva de tributação apurada. (Quadro XIII)

Naturalmente que os números em questão demonstram que o sector, para além dos prejuízos verificados no exercício teve em 1994 e 1995 um efeito amortizador, proveniente de Reportes de Prejuízos de exercícios anteriores, no cálculo do IRC a pagar nesses anos o que de alguma forma minimiza a perda dos benefícios fiscais ocorridos quer em termos de isenção de IRC quer na consideração das mais valias provenientes da alienação das participações financeiras como um proveito fiscal.

Porém no caso de não se verificar o efeito do reporte de prejuízos de exercícios anteriores, teríamos pela aplicação directa da taxa de 39,6% aos Resultados Antes de Impostos o seguinte Impacto Fiscal:

Quadro XIII - Análise Fiscal por Grupo de SCR (em contos)

	1994			1995				
	Org. Públ.	Emp. Estat.	Emp. Privad.	TOTAL	Organ. Públicas	Emp. Estatais	Emp. Privadas	TOTAL
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Res. Antes Impostos	(393)	132.246	(344.419)	(212.566)	(612.790)	45.155	119.903	(447.732)
IRC Liquidado		310	387	697	397	7.388	263	8.048
Taxa efectiva de tributação				(a) 0,5%				(b) 4,9%
Impacto se IRC								
39,6%		52.370		52.370		17.551	47.482	65.763

(a) $697 / 132.246$

(b) $8.048 / (45.155 + 119.903)$

Podemos concluir que, passados que foram os anos de isenção de IRC, as SCR's Portuguesas continuam a não ver reveladas nas sua contas o efeito da tributação em sede de IRC, pois os prejuízos de exploração entretanto ocorridos a tal obstam.

No entanto já se começam a verificar no sector a existência de empresas com lucros que ao serem tributadas, vêm sair fundos que poderiam em alternativa ser aplicados em novos projectos e não em pagamentos de impostos, conforme exposição apresentada no ponto 2.1.

6.3 ANÁLISE DO IMPACTO FISCAL DA LEGISLAÇÃO DO R.U. SOBRE AS SCR'S PORTUGUESAS

Tendo por base o estudo comparativo da legislação no RU e em Portugal procedeu-se à análise do impacto fiscal sobre a Demonstração de Resultados Consolidada do exercício de 1995 na hipótese de aplicação da lei fiscal do RU às SCR's Portuguesas conforme Quadro XIV:

Quadro XIV - Impacto Fiscal Portugal versus Reino Unido

<i>RÚBRICAS</i>	<i>PAÍSES PORTUGAL</i>	<i>APLICAÇÃO LEI FISCAL R.UNIDO</i>	<i>DIFERENÇA</i>
RESULTADOS ANTES DOS IMPOSTOS 1995	(447,732)	(447,732)	0
Ganhos na alienação de participações financeiras que foram reinvestidas		(934,196)	(934,196)
Perdas nas alienações de participações financeiras.		438,598	438,598
Provisões para riscos gerais de créditos		780.189	780.189
Despesas não documentadas	12.844		12.844
MATERIA COLECTAVEL	(434.833)	(163.141)	(271.747)
Dividendos distribuídos As SCR			0
996.538 x 95%	(946.711)		(946.711)
996.538 x 25%		(249.135)	(249.135)
Taxa autónoma de 25% s/despesas não documentadas.	3.211		3.211
IMPACTO FISCAL	3.211		3.211

Verifica-se que a legislação fiscal Inglesa, é favorável ao nível do regime da não tributação das mais valias financeiras e menos favorável na não aceitação como custo fiscal das menos valias obtidas e das provisões constituídas para riscos globais de crédito comparativamente ao praticado em Portugal.

No presente exercício de 1995, o consolidado da Demonstração de Resultados do Exercício proporcionou uma matéria colectável negativa pelo que não se verifica a dedução à colecta da dupla tributação económica proveniente da aplicação do coeficiente de 95% ao total dos dividendos obtidos pelas SCR.

Comparativamente ao R.U. verifica-se uma vantagem do Sistema Português uma vez que o R.U. só considera uma percentagem de dedução de 25% sobre os dividendos recebidos. Convém no entanto referir que a existência de Resultados Negativos no exercício em análise não permite verificar a vantagem que o sistema fiscal do RU tem comparativamente ao Português na aplicação do princípio de transparência fiscal às respectivas sociedades.

Uma vez que as SCR's consultadas, não disponibilizaram as correspondentes declarações fiscais (modelo 22), não nos podemos pronunciar sobre os ajustamentos de carácter fiscal que certamente existiram, nomeadamente os constantes do Quadro 17 da citada declaração fiscal.

6.4. O EFEITO DO IVA NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DAS SCR

Quadro XV - IVA nas SCR - 1994/1995

Nº DE ORDEM	IVA LIQUIDADADO (contos)		IVA SUPORTADO NÃO DEDUTÍVEL (contos)		IVA SUPORTADO DEDUTÍVEL (contos)		TAXA PRÓ RATA (%)	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995
1	11,481	a)	a)	2,154	a)	905	76%	42%
2	3,934	4,972	4,299	3,259	602	456	14%	14%
3	a)	a)	6,381	6,690	766	1,338	12%	20%
4	447	778	a)	a)	a)	a)	a)	a)
5	1,328	2,095	603	970	0	0	0%	0%
6	2,406	1,231	a)	a)	a)	a)	a)	a)
7	6,550	15,071	a)	a)	a)	a)	a)	a)
8	448	433	0	0	0	0	0%	0%
9	12,787	11,576	0	1,738	0	0	0%	0%
10	15,751	14,102	13,031	13,683	2,085	2,189	16%	16%
TOTAL	55,133	50,257	24,314	28,494	3,453	4,888		

a) não nos foram facultados elementos

Verifica-se que as SCR alvo desta amostra deduziram em 1994, 14% do valor do IVA suportado nas suas aquisições tendo essa percentagem subindo para 17% em 1995.

Naturalmente que a falta de dados nos prejudica na análise do efeito fiscal do IVA nas demonstrações financeiras das SCR, mas no entanto pensamos que a metodologia de cálculo do pró rata penaliza este sector de actividade ao considerar no seu denominador as importâncias resultantes de operações isentas de IVA, como sejam os dividendos e a alienação de participadas.

Constatámos igualmente, alguma divergência de critério na utilização dos mecanismos de dedução, nas SCR analisadas que permitem verificar por um lado, SCR, que utilizam um pró rata de 76% e por outro entidades que nada deduzem.

6.5. CONCLUSÕES

Da análise do ponto 6.3. concluimos que o sistema tributário do R.U. tem vantagens comparativas face ao Português ao nível das mais valias que sejam reinvestidas bem como no tratamento fiscal dos lucros obtidos pois a utilização do regime de transparência fiscal permite que as sociedades gozem de neutralidade fiscal, competindo aos accionistas o pagamento dos respectivos impostos ainda que a uma taxa máxima de 33%, quando em Portugal é de 36% mais 10% de derrama.

Outra vantagem comparativa do R.U. verifica-se ao nível da inexistência de limitação temporal à dedução dos prejuízos de um exercício nos exercícios futuros.

No entanto o sistema Fiscal Português tem vantagens ao nível de:

- Aceitação Fiscal das menos valias obtidas.
- Aceitação Fiscal das provisões para crédito concedido e riscos gerais.
- Dedução de 95% dos dividendos obtidos.

CAPITULO 7: PROPOSTAS DE MODIFICAÇÃO DO ENQUADRAMENTO LEGAL E FISCAL ACTUAL

7.1. ANÁLISE ESTATÍSTICA DO INQUÉRITO REALIZADO

No presente capítulo iremos apresentar algumas propostas para a modificação do actual enquadramento legal e fiscal das SCR's, baseando-nos na análise das respostas dos gestores das SCR's a um inquérito por nós efectuado

Conseguiu-se obter um elevado numero de respostas, 13 em 15 possíveis, o que permitiu a redução da magnitude do enviesamento e consequente precisão dos resultados. Inquérito este, que visava obter a opinião dos gestores das SCR's sobre os factores mais relevantes de mudança legal e fiscal a efectuar para tornar mais atractivo aos investidores este sector de actividade.

O questionário foi construído tendo por base as limitações de ordem legal e fiscal detectadas ao longo do trabalho de pesquisa, as entrevistas realizadas bem como as reivindicações apresentadas pela APCRI ao longo destes últimos anos, com o objectivo de apurar a sensibilidade dos Gestores das SCR's a cada um dos factores apresentados.

A análise estatística foi efectuada com o recurso à técnica de análise factorial na qual se começou por identificar os atributos mais relevantes de mudança fiscal (F1, ...,F7) e legal (L1, ...,L6) que se apresentam nos quadros XVI e XVII.

O conjunto de Gestores das SCR's avaliou esses atributos através de respostas a um grupo de perguntas "fechadas". A codificação das respostas consistiu na atribuição de valores a cada uma das hipóteses, por forma a possibilitar o tratamento informático da informação, de acordo com a seguinte escala ordinal:

- Mais importante=1
- Importante=2
- Menos importante=3
- Pouco importante=4

Nestas escalas o que se pode medir são atitudes e preferências dos entrevistados face às variáveis unidimensionais apresentadas no inquérito.

Seguidamente à transformação da informação em dados mensuráveis, realizaram-se contagens de respostas e cruzamento de variáveis obtendo-se indicadores estatísticos nomeadamente, medianas, que permitiram apurar a tendência central dos referidos gestores face a cada uma das alterações a propôr, conforme resultados constantes do Quadro XV.

Quadro XVI - Tabela de Respostas - Fiscalidade

EMPRESA Nº DE ORDEM	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	PROVEITOS	RESULT. LÍQUIDOS	T I P O
1	1	1	4	2	1	4	2	556.075	(337.846)	P
2	4	4	4	2	1	1	1	63.730	(33.823)	Ú
3	1	1	4	4	2	2	2	406.488	(214.004)	B
4	1	1	3	2	1	1	2	68.334	(27.514)	L
5	2	4	4	4	2	4	2	289.208	2.336	I
6	4	2	3	4	1	1	2	326.184	9.909	C
7	4	2	1	1	4	4	1	439.471	14.816	A
8	'	'	'	'	'	'	'	(b)409084	(b)10706	S
9	4	4	1	4	2	2	2	432.471	80.433	P
10	3	1	1	2	1	3	2	178.545	94.170	R
11	1	4	4	3	1	1	1	129.122	44.753	I
12	1	2	2	3	1	1	2	(a)	(a)	V
13	2	4	1	1	1	1	1	229.238	(186.592)	A
14	'	'	'	'	'	'	'	520.666	29.505	D
15	1	1	1	3	1	1	1	89.302	57.370	AS
MEDIANA	2	2	3	3	1	1	2			

(a) Só respondeu ao inquérito. Empresa desactivada

(b) Não respondeu ao inquérito. Conseguimos obter inform. econ. via APCRI

Legenda:

- F1: Extensão do prazo de Isenção de IRC previsto no Art. 23 do EBF
- F2: Atribuição de benefícios directos aos Accionistas das SCR
- F3: Existência de um regime de transparência fiscal para efeitos de IRC a pagar
- F4: Reajustamento da metodologia de apuramento do Pró-rata no IVA
- F5: Exclusão da tributação das Mais-valias financeiras se estas forem reinvestidas
- F6: Extensão de benefícios fiscais, previstos no regime de crédito fiscal ao investimento às
- F7: Criação de um crédito de Imposto de 100% para evitar a dupla tributação de dividen

Podemos verificar pelo presente estudo, em anexo, que os gestores das SCR consideram ser muito importante para o sector a exclusão da tributação das Mais-Valias se estas forem reinvestidas, a extensão dos benefícios fiscais, previstos no regime de crédito fiscal ao investimento as SCR e a criação de um crédito de imposto de 100% para evitar a dupla tributação de dividendos. Evidenciam ainda ser importante a extensão do prazo de isenção de IRC previsto no artigo 23º do EBF bem como a atribuição de benefícios directos aos Accionistas.

Os gestores parecem não considerar especialmente relevante a existência do regime de transparência fiscal em sede de IRC nem o reajustamento do Pró-rata no IVA.

No que diz respeito às questões colocadas no inquérito para modificação do actual enquadramento legal podem-se resumir os seguintes resultados com base na tabela de respostas a seguir apresentada:

Quadro XVII - Tabela de Respostas - Legislação

EMPRESA Nº DE ORDEM	L1	L2	L3	L4	L5	L6	PROVEITOS	RESULT. LÍQUIDOS	T I P O
1	3	1	1	1	3	1	556.075	(337.846)	P
2	3	4	2	2	4	4	63.730	(33.823)	Ú
3	1	3	3	4	1	1	406.488	(214.004)	B
4	4	1	1	2	2	1	68.334	(27.514)	L
5	1	1	2	3	4	4	289.208	2.336	I
6	2	1	2	2	4	4	326.184	9.909	C
7	4	2	1	4	4	1	439.471	14.816	A
8	'	'	'	'	'	'	(b)409084	(b)10706	S
9	4	1	2	3	4	4	432.471	80.433	P
10	1	1	1	1	3	4	178.545	94.170	R
11	2	2	1	2	3	1	129.122	44.753	I
12	3	2	2	2	2	3	(a)	(a)	V
13	4	1	2	2	3	2	229.238	(186.592)	A
14	'	'	'	'	'	'	520.666	29.505	D
15	4	1	1	1	3	2	89.302	57.370	AS
MEDIANA	3	1	2	2	3	2			

(a) Só respondeu ao inquérito. Empresa desactivada

(b) Não respondeu ao inquérito. Conseguimos obter inform. econ. via APCRI

Legenda:

- L1: Permissão para as SCR participarem nas SGPS que participem em Sociedades cujo o objecto compreenda a mediação sobre imóveis e sociedades imobiliárias
- L2: Flexibilização de Prestação de Suprimentos
- L3: Eliminação das restrições temporais para a realização de investimentos
- L4: Alargamento do prazo para a reposição dos limites nas operações activas
- L5: Aumento dos parâmetros mínimos para admissão na principal Bolsa de Valor de forma a dinamizar o segundo mercado de capitais
- L6: A Contabilidade das SCR deve reger-se pelas normas do POC e não pelo Planç de Contas para o Sector Bancário

Podemos verificar que os gestores das SCR's consideram ser muito importante para o sector a flexibilização de Prestação de Suprimentos, a eliminação das restrições temporais para a realização de investimentos e o alargamento do prazo para a reposição dos limites nas operações activas.

Evidenciam ainda ser importante que a Contabilidade das SCR's passe a reger-se pelas normas do P.O.C. e não pelo Plano de Contas para o Sector Bancário. Consideram ainda ser pouco relevante para o sector a permissão para as SCR participarem nas SGPS que participem em sociedades cujo objecto compreenda a mediação sobre imóveis e sociedades imobiliárias bem como o aumento dos parâmetros mínimos para admissão na principal Bolsa de Valores de forma a dinamizar o segundo mercado de capitais.

Para além dos indicadores estatísticos simples atrás representados podemos recorrer a técnicas mais sofisticadas de análise quantitativa, da informação, como por exemplo a *Técnica de Análise Cluster*.

Esta técnica usa um numero de métodos e algoritmos que agrupam uma amostra multivariada em clusters, isto é, grupos homogêneos.

Convém no entanto referir que os clusters sugeridos por tais métodos são altamente dependentes das variações das amostras e de erros de medida nas observações, pelo que a escolha de um numero de clusters pode não resultar directamente do algoritmo obrigando à introdução de factores subjectivos.

Por essas razões a análise de clusters, (segundo, Morrison (1990)) não pode ser considerada uma ferramenta estatística rigorosa, devendo ser aplicada com cuidado e com o apoio de outras informações sobre as amostras existentes.

No entanto procedeu-se à aplicação desta técnica na análise quantitativa da nossa amostra considerando as seguintes variáveis:

- Tipo de SCR; pública ou privada;
- Proveitos obtidos no exercício de 1995;
- Resultados líquidos de 1995;
- Variáveis F1,F2,...F7 (constantes do questionário)
- Variáveis L1,L2,...L7 (constantes do questionário)

O processo de criação de clusters poderia ser feito de forma rudimentar, procurando numa matriz as menores distâncias e agrupando as observações em clusters de acordo com este procedimento.

Contudo, seguimos na nossa abordagem um algoritmo formal - Average Linkage (between Groups) - que combina o conjunto original de N "pontos" hierarquicamente em clusters de acordo com os seguintes passos:

- Agrupar as duas observações com a menor distância;
- Formar de seguida uma nova matriz de distâncias, eliminando as linhas e colunas em D -(matriz das distâncias) correspondentes às observadas no primeiro passo e adicionando uma linha e uma coluna, de distância, para um novo cluster.

As distâncias adicionadas em linha e coluna, para o ponto genérico (G,H) são determinadas de acordo com a expressão $d(g,h), i = \min(dig, dih) \quad i \neq g, h$.

O segundo cluster é constituído por duas variáveis incluindo o cluster determinado no primeiro passo, que tenham a distância mínima.

De seguida formamos uma nova matriz de distâncias $(n-2) \times (n-2)$ e localizamos o valor mínimo de distancia para formarmos o terceiro cluster. O algoritmo continua, deste modo, até que todas as observações tenham sido agrupadas numa hierarquia de clusters.

A hierarquia de clusters poderá de seguida ser representada por um gráfico chamado "Dendograma".

A aplicação destas regras ao nosso caso permite-nos evidenciar, conforme cálculos e dendogramas que se juntam em anexo, que:

A aglomeração de todas as variáveis, objecto de análise, não permite qualquer conclusão em virtude de os valores das variáveis, proveitos e resultados líquidos, terem valores absolutos extremamente elevados face ao valor das restantes variáveis em observação. Pelo que se optou pela análise das variáveis separadamente em subconjuntos, isto é, o posicionamento dos gestores face às questões que lhe foram colocadas, fiscais e legislativas, por um lado, e por outro a análise das variáveis, proveitos e resultados líquidos de cada uma das empresas em estudo.

Desta forma os resultados obtidos, do tratamento estatístico dos dados, sugerem que no caso das questões sobre fiscalidade podem existir três clusters contento as seguintes entidades:

- Cluster 1 1,3,4,5,6,11,12,15;
- Cluster 2 2,9,13;
- Cluster 3 7,10.

Considerando as questões propostas ao nível da legislação os resultados indiciam também a existência de três clusters contendo as seguintes entidades:

- Cluster 1 1,4,7,9,11,12,13,15;
- Cluster 2 2,5,6,10;
- Cluster 3 3.

No que diz respeito à análise das variáveis, proveitos resultados líquidos e tipo de entidade, também os resultados obtidos sugerem a existência de três clusters, contendo as seguintes entidades:

- Cluster 1 1,2,3,4,13;
- Cluster 2 5,6,7,8,9,15;
- Cluster 3 10,11,14.

7.2. RECOMENDAÇÕES PARA UM NOVO ENQUADRAMENTO LEGAL E FISCAL

Com base nos resultados obtidos com a realização da presente dissertação e tendo em linha de conta o papel privilegiado que o Capital de Risco pode ter no reforço dos capitais próprios das PME's Portuguesas, dotando-as de uma estrutura financeira adequada ao desenvolvimento das suas actividades, perfilho da opinião de que se torna imprescindível uma reformulação do regime legal e fiscal das SCR, que poderia englobar entre outras as seguintes medidas:

1 - As SCR devem possuir um enquadramento fiscal estável, deixando de estar dependentes do EBF, que é revisto anualmente com o Orçamento de Estado.

2 - A Associação de Capital de Risco deveria estabelecer uma ligação mais estreita com o Ministério da Tutela, devido à importância das diversas questões de ordem fiscal que habitualmente se colocam no sector e que até hoje não têm sido resolvidas com a celeridade desejada.

3 - Os fundos de capital de risco (FCR's) bem como os fundos de reestruturação e internacionalização empresarial (FRIE's), deveriam adquirir personalidade fiscal uma vez que até a própria CMVM a tal não obsta.

4- Eliminação total da dupla tributação económica dos lucros distribuídos a exemplo do que ocorre noutros países europeus.

5- Criação de um instrumento legal que permita ao pequeno aforrador colocar parte das suas poupanças nas SCR, os quais poderiam ter, em consequência, um tratamento fiscal diferenciado em sede de IRS.

Naturalmente que esta medida, em face dos riscos superiores à média e do prazo relativamente longo dos investimentos, deveria ter um incentivo grande, em termos fiscais, bem como um limite máximo para o investidor particular. O aumento de fundos disponíveis, resultante desta medida, provocará certamente uma dinamização da actividade económica e do capital de risco, em particular.

6- Dinamização urgente do segundo mercado de capitais, suficientemente ágil e dinâmico, que facilite a transmissão dos activos das PME's, contribuindo para que o investidor se sinta atraído por este instrumento financeiro.

7- Extensão dos benefícios fiscais, previstos no novo regime de crédito fiscal por investimento, às SCR nas condições em que dele beneficiam as restantes Sociedades Comerciais ou Industriais.

8- Intervenção na preparação e colocação de emissões de títulos de dívida negociáveis, sob qualquer aspecto, inclusivamente tomando firme essas emissões, ainda que numa primeira fase, respeitando os limites existentes às suas participações sociais.

9- Isenção de Imposto sobre o Rendimento dos ganhos obtidos pelas Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões, que participem nas SCR.

10- Permitir que as Sociedades de Factoring, possam efectuar pequenas participações no capital das empresas suas aderentes, assumindo uma posição mista de accionistas e de financiadores, obtendo mais-valias com as participações financeiras e, simultaneamente, mantendo o acompanhamento da gestão e a rentabilização do contrato de Factoring. Contribuindo, assim, para uma dinamização da actividade de Capital de Risco.

11 - Flexibilização da prestação de suprimentos às empresas participadas pelas SCR por forma a viabilizar operações em PME's, cujo capital social de base é tendencialmente diminuto face aos investimentos necessários, e também em operações de MBO, bem como possibilitar uma melhor formulação da engenharia financeira de determinados projectos de investimento.

A razão que leva à inexistência de limites na celebração de contratos de suprimento entre as SGPS e as suas participadas, é também válida para as SCR. Com esta alteração permite-se uma maior harmonização com a legislação das SCR's europeias.

12 - Eliminação das restrições temporais para a realização de investimentos, possibilitando uma política de investimento e de desinvestimentos com rentabilidade e de "qualidade", sem obrigatoriedade de aprovação de operações, com a finalidade de cumprimento dos prazos.

A obrigatoriedade de aplicação do capital em participações sociais, nos termos estabelecidos para as SCR, é esvaziada de sentido se comparada com a inexistência de obrigação semelhante para as SGPS, sociedades em que o objecto social consiste, por excelência, na gestão de participações sociais através da sua aquisição.

13 - Benefícios Fiscais para as SCR's, uma vez que o Capital de Risco é um instrumento de excelência no apoio à gestão e na captação de capitais permanentes pelas PME's.

As SCR encontram-se em fase crítica de investimento e já sem quaisquer benefícios fiscais, benefícios tão mais importantes porque referidos no art. 8º nº3 do DL 433/91, que nesta data já não faz sentido.

Actividade que, sem benefícios, terá tendência a esvaziar-se, como aliás vem acontecendo. Actualmente, o regime legal e fiscal das SCR é muito mais penalizante do que o das SGPS. Note-se que estas têm um objecto social e definição de operações activas muito mais alargados, a par de um regime fiscal mais favorável, nomeadamente no que respeita à tributação das mais-valias obtidas na venda ou troca de participações sociais, caso sejam reinvestidas, total ou parcialmente, na aquisição de outras participações.

A razão subjacente ao regime estabelecido no artigo 7.º nº 2 do D.L. 495/88 de 30/12 é também válida para as SCR, que só podem realizar o seu objecto social através da aquisição de participações sociais.

Necessidade de harmonização com regimes fiscais da Europa, na sua maioria detentores de benefícios.

14 - Reajustamento do regime de "Pró-rata" do I.V.A. em que no montante total das operações efectuadas, não deverão ser considerados os montantes resultantes de operações isentas de IVA, como sejam os dividendos e a alienação de participadas.

15 - Os FCR como fundos abertos/fechados deverão poder manter temporariamente participações em empresas admitidas à cotação após a aquisição da participação

Os FCR e os FRIE (por aplicação subsidiária do regime dos FCR), não podem actualmente adquirir acções de empresas cotadas em bolsa, ao contrário do que sucede para as SCR's, em que esta limitação não se verifica. A alteração será importante para o fomento do 2º mercado para as PME's.

A limitação legal, actualmente em vigor, obriga os Fundos a alienar as participações no momento em que as sociedades participadas são admitidas à cotação, o que raramente provoca rendibilidade dos desinvestimentos.

Sugestão de que os FCR passem a ser Fundos abertos ou fechados. Os FRIE destinam-se a sectores/actividades específicas, pelo que na cobertura das outras áreas da economia, é necessário constituir um FCR. O seu regime fechado não se coaduna com a dificuldade de estimar os capitais necessários ao investimento.

Em alternativa, poderá ser sugerido o alargamento do âmbito de intervenção dos FRIE, embora neste caso, e para sectores ou áreas não especificadas, não deva ser necessário o acordo de organismos estatais (ICEP/IAPMEI) quanto à aprovação dos projectos.

16 - Possibilidade dos FCR e FRIE poderem prestar suprimentos, conforme se argumentou em relação às SCR.

17 - Redução do valor mínimo do certificado de participação por forma e promover o investimento em FCR.

18 - Benefícios Fiscais para os FCR e FRIE e respectivos participantes, uma vez que:

- A RCM 26/92 previa a criação dos FRIE's e de benefícios fiscais dentro do mesmo âmbito de intervenção. Até ao momento, os FRIE's não gozam de qualquer benefício não sendo claro que o art. 19 dos EBF se lhes aplique, embora, face à dependência legislativa dos FCR, isso se tenha vindo a considerar.
- Necessidade de beneficiar os Participantes dos fundos, quando empresas (sujeitos de IRC) que, face a regimes mais favoráveis, poderão deixar de apoiar e investir em Fundos.

7.3. CONCLUSÃO

Ao termos realizado esta dissertação ficámos com a ideia de que, o sucesso do Capital de Risco em Portugal, depende mais do dinamismo dos investidores de risco do que de potenciais favorecimentos ao nível do enquadramento legal e fiscal.

De facto, cabe às SCR criar o seu espaço próprio de actuação através da promoção da sua missão, das suas vantagens e competências específicas de modo a diferenciarse de todos os outros tipos de investidores, uma vez que se parte do principio que existe mercado para este produto e que as mentalidades dos empresários se encontram em modernização.

A legislação fiscal, não sendo um elemento decisivo, é um factor importante na decisão de investimentos neste sector que urge rever, sob pena de sermos ultrapassados por outros países que oferecem aos investidores enquadramentos legais e fiscais muito mais adequados ao desenvolvimento desta actividade.

Ao não verificar-se uma reestruturação do enquadramento legal e fiscal actual corre-se o risco de as SCR privadas se transformarem noutro tipo de sociedades (nomeadamente SGPS) deixando o sector entregue às entidades públicas.

No entanto queremos acreditar que tal não se irá verificar pois as oportunidades de negócio que se antevêm por força do:

- crédito elevado para apoio às PME's por parte da Banca.
- Globalização e fragmentação dos mercados.
- Aumento das exigências ao nível da autonomia financeira.

São de molde a antever algo de positivo para o sector. Para tal êxito, afigura-se-nos fundamental que as SCR e as Entidades Oficiais (IAPMEI e ICEP) estabeleçam acordos de colaboração com Entidades Consultoras, uma vez que estas poderão fornecer soluções adequadas ao incremento dos negócios, dado que pela sua experiência, no terreno, conhecem as necessidades da indústria e a mentalidade dos empresários portugueses.

Julgo que os comentários feitos ao longo deste trabalho, apesar de sucintos, são por si só justificativos do muito que há por fazer em relação a tão importante instrumento de desenvolvimento empresarial.

7.4. CRÍTICAS AO TRABALHO

O facto do estudo ter abrangido unicamente as SCR existentes à data, impossibilitou saber a opinião das SCR que entretanto foram desactivadas, apesar de termos tentado obviar este feito com a entrevista a antigos dirigentes da APCRI, que já se encontram fora do sector.

A particularidade fiscal específica de cada país, bem como as características que se encontram subjacentes aos diversos níveis de desenvolvimento económico que atravessam, poderá condicionar a utilização pura e simples de soluções adoptadas nesses países pelo que as conclusões daí retiradas devem ser encaradas numa perspectiva de introdução de melhorias no nosso sistema legal e fiscal.

A desfavorável conjuntura económica internacional dos últimos anos afectou naturalmente a conta de resultados das empresas portuguesas e conseqüentemente impossibilitou as SCR de obter retornos dos seus investimentos o que de algum modo se reflectiu nas contas de Demonstração de Resultados que analisámos no nosso estudo. Seria inclusive

interessante poder estudar os efeitos que teriam ocorrido no sector do Capital de Risco, se este tivesse operado no seu ciclo inicial numa conjuntura macro económica mais favorável.

Não ter sido possível trabalhar com os elementos do Quadro 17 das declarações modelo 22 das SCR's, que analisámos, não permitindo concluir sobre o impacto dos ajustamentos fiscais introduzidos nos exercícios de 1994 e 1995.

7.5. IMPLICAÇÕES PARA INVESTIGAÇÃO FUTURA

Apesar de reconhecermos as limitações que a presente dissertação possui, estas não devem minimizar os resultados obtidos, podendo constituir a base para futura pesquisa neste sector de actividade.

Destacamos de seguida eventuais áreas de investigação futura:

As razões que levam as Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões, Seguradoras, Fundos de Investimento e Grupos Económicos Internacionais a não investir no sector de capital de risco em Portugal.

Estudo dos mecanismos de funcionamento interno das SCR's Europeias ao nível organizacional e societário, com particular destaque nos Órgãos de Gestão.

Criação de cenários futuros para o sector que permita colmatar o desinteresse manifestado actualmente pelos diversos agentes económicos.

Estudo inter-países de medidas que permitam aperfeiçoar e desenvolver o sistema legal e fiscal e por acréscimo a melhoria do funcionamento do sector.

ANEXOS
E
BIBLIOGRAFIA

Anexo 1

INQUÉRITO

Com o intuito de elaborar uma Tese de Mestrado sobre Capital de Risco, agradeço a sua colaboração na resposta às seguintes questões sobre a vossa Empresa.

Toda a informação será estritamente confidencial e apenas usada em análises estatísticas agregadas.

1.- DADOS DA EMPRESA

Nome da Empresa

Data da Constituição

Capital Social

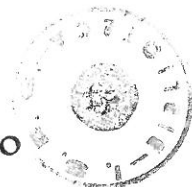
Capital Investido

Nome do Responsável Pelas Respostas a presente Questionário

2.- ELEMENTOS ECONÓMICO-FINANCEIROS DA EMPRESA

RUBRICAS	VALORES	
	1995	1994
PROVEITOS		
1 - Juros de Aplicações Financeiras		
2 - Mais valias obtidas com a venda de aplicações financeiras		
3 - Dividendos distribuídos pelas participadas		
4 - Mais valias obtidas com a venda de participações financeiras		
5 - Comissões Obtidas		
6 - Prestações de Serviços		
7 - Outros Proveitos		
8 - TOTAL DE PROVEITOS		
CUSTOS		
9 - Menos valias obtidas com a venda de participações		
10 - Provisões para investimentos financeiros		
11 - Outros Custos		
12 - TOTAL DE CUSTOS		
13 - Resultados antes dos Impostos		
14 - Prejuízos Fiscais acumulados		
15 - I.R.C. do Exercício		
OUTRAS INFORMAÇÕES		
16 - Total do Activo		
17 - Total de Capital Próprio		
18 - Resultado Líquido do Exercício		
19 - I.V.A. suportado não dedutível		
20 - Taxa Pró-rata utilizada		
21 - Ano que termina / ou isenção do I.R.C.		

3.- ENQUADRAMENTO LEGAL E FISCAL DAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO



Considere o seguinte quadro como as principais alterações a efectuar ao actual enquadramento legal e fiscal das SCR. Coloque uma cruz (X) em todos os itens, classificando-os de 1 a 4.

(1= mais importantes; ...;...; 4= Menos importantes)

FISCALIDADE		1	2	3	4
<input type="checkbox"/>	Extensão do prazo de Isenção de IRC previsto no Art.23 do EBF				
<input type="checkbox"/>	Atribuição de benefícios directos aos Accionistas das SCR				
<input type="checkbox"/>	Existência de um regime de transparência fiscal para efeitos de IRC a pagar				
<input type="checkbox"/>	Reajustamento da metodologia de apuramento do Pró-rata no I.V.A.				
<input type="checkbox"/>	Exclusão da tributação das Mais valias financeiras se estas forem reinvestidas				
<input type="checkbox"/>	Extensão de benefícios fiscais, previstos no regime de crédito fiscal ao investimento às SCR.				
<input type="checkbox"/>	Criação de um crédito de Imposto de 100% para evitar a dupla tributação de dividendos				
LEGISLAÇÃO					
<input type="checkbox"/>	Permissão para as SCR participarem nas SGPS que participem em Sociedades cujo o objecto compreenda a mediação sobre imóveis e sociedades imobiliárias.				
<input type="checkbox"/>	Flexibilização de Prestação de Suprimentos				
<input type="checkbox"/>	Eliminação das restrições temporais para a realização de investimentos.				
<input type="checkbox"/>	Alargamento do prazo para a reposição dos limites nas operações activas				
<input type="checkbox"/>	Aumento dos parâmetros mínimos para admissão na principal Bolsa de Valores de forma a dinamizar o segundo mercado de capitais.				
<input type="checkbox"/>	A Contabilidade das SCR deve reger-se pelas normas do POC e não pelo Plano de Contas para o Sector Bancário.				

- Caso entenda existirem outras alterações a efectuar, mencione quais:

4.- OBSERVAÇÕES E COMENTÁRIOS

Muito Obrigado pela vossa Colaboração

F1

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	6	40,0	46,2	46,2
Importante	2	2	13,3	15,4	61,5
Pouco imprtante	3	1	6,7	7,7	69,2
Menos importante	4	4	26,7	30,8	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	2,000
--------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	2,000	75,00	4,000

Valid cases	13	Missing cases	2
-------------	----	---------------	---

F2

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	5	33,3	38,5	38,5
Importante	2	3	20,0	23,1	61,5
Pouco imprtante	3				
Menos importante	4	2	33,3	38,5	100,0
'			13,3	Missing	
Total		10	100,0	100,0	

Median	2,000
--------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	2,000	75,00	4,000

Valid cases	13	Missing cases	2
-------------	----	---------------	---

F3

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	5	33,3	38,5	38,5
Importante	2	1	6,7	7,7	46,2
Pouco imprtante	3	2	13,3	15,4	61,5
Menos importante	4	5	33,3	38,5	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	3,000
--------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	3,000	75,00	4,000

Valid cases	13	Missing cases	2
-------------	----	---------------	---

F4

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	2	13,3	15,4	15,4
Importante	2	4	26,7	30,8	46,2
Pouco imprtante	3	3	20,0	23,1	69,2
Menos importante	4	4	26,7	30,8	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	3,000
--------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	2,000	50,00	3,000	75,00	4,000

Valid cases	13	Missing cases	2
-------------	----	---------------	---

F5

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	9	60,0	69,2	69,2
Importante	2	3	20,0	23,1	92,3
Pouco imprtante	3				
Menos importante	4	1	6,7	7,7	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	1,000
--------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	1,000	75,00	2,000

Valid cases	13	Missing cases	2
-------------	----	---------------	---

F6

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	7	46,7	53,8	53,8
Importante	2	2	13,3	15,4	69,2
Pouco imprtante	3	1	6,7	7,7	76,9
Menos importante	4	3	20,0	23,1	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	1,000
--------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	1,000	75,00	3,500

F7

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	5	33,3	38,5	38,5
Importante	2	8	53,3	61,5	100,0
Pouco imprtante	3				
Menos importante	4				
	.	2	13,3	Missing	
	Total	15	100,0	100,0	

Median	2,000
---------------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	2,000	75,00	2,000

Valid cases	13	Missing cases	2
--------------------	----	----------------------	---

L1

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	3	20,0	23,1	23,1
Importante	2	2	13,3	15,4	38,5
Pouco imprtante	3	3	20,0	23,1	61,5
Menos importante	4	5	33,3	38,5	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	3,000
---------------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,500	50,00	3,000	75,00	4,000

Valid cases	13	Missing cases	2
--------------------	----	----------------------	---

L2

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	8	53,3	61,5	61,5
Importante	2	3	20,0	23,1	84,6
Pouco imprtante	3	1	6,7	7,7	92,3
Menos importante	4	1	6,7	7,7	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	1,000
---------------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	1,000	75,00	2,000

Valid cases	13	Missing cases	2
--------------------	----	----------------------	---

L3

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	6	40,0	46,2	46,2
Importante	2	6	40,0	46,2	92,3
Pouco imprtante	3	1	6,7	7,7	100,0
Menos importante	4	2	13,3	Missing	
'					
Total		15	100,0	100,0	

Median	2,000
---------------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	2,000	75,00	2,000

Valid cases	13	Missing cases	2
--------------------	----	----------------------	---

L4

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	3	20,0	23,1	23,1
Importante	2	6	40,0	46,2	69,2
Pouco imprtante	3	2	13,3	15,4	84,6
Menos importante	4	2	13,3	15,4	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	2,000
---------------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,500	50,00	2,000	75,00	3,000

Valid cases	13	Missing cases	2
--------------------	----	----------------------	---

L5

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	1	6,7	7,7	7,7
Importante	2	2	13,3	15,4	23,1
Pouco imprtante	3	5	33,3	38,5	61,5
Menos importante	4	5	33,3	38,5	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	3,000
---------------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	2,500	50,00	3,000	75,00	4,000

Valid cases	13	Missing cases	2
--------------------	----	----------------------	---

L6

Value Label	Value	Frequency	Percentent	Valid Percent	Cum Percent
Mais importante	1	5	33,3	38,5	38,5
Importante	2	2	13,3	15,4	53,8
Pouco imprtante	3	1	6,7	7,7	61,5
Menos importante	4	5	33,3	38,5	100,0
'		2	13,3	Missing	
Total		15	100,0	100,0	

Median	2,000
---------------	-------

Percentile	Value	Percentile	Value	Percentile	Value
25,00	1,000	50,00	2,000	75,00	4,000

Valid cases	13	Missing cases	2
--------------------	----	----------------------	---

FISCALIDADE

***** PROXIMITIES *****

>Warning # 14783
 >Due to missing data, some cases have been excluded from computations.

Data Information

13 unweighted cases accepted.
 2 cases rejected because of missing value.

Squared Euclidean measure used.

 >Warning # 14271
 >Due to missing data in the input matrix, some cases have been excluded from
 >computations.

***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****

Agglomeration Schedule using Average Linkage (Between Groups)

Stage	Clusters Cluster 1	Combined Cluster 2	Coefficient	Stage Cluster Cluster 1	1st Appears Cluster 2	Next Stage
1	3	4	2,150787	0	0	5
2	12	15	3,000000	0	0	6
3	5	11	3,236439	0	0	9
4	2	13	4,666667	0	0	7
5	1	3	5,371872	0	1	9
6	6	12	5,762071	0	2	10
7	2	9	6,346663	4	0	11
8	7	10	6,958992	0	0	12
9	1	5	7,221139	5	3	10
10	1	6	8,192086	9	6	11
11	1	2	11,858264	10	7	12
12	1	7	15,132768	11	8	0

***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****

Cluster Membership of Cases using Average Linkage (Between Groups)

Label	Case	Number of Clusters				
		6	5	4	3	2
Case 1	1	1	1	1	1	1
Case 2	2	2	2	2	2	1
Case 3	3	1	1	1	1	1
Case 4	4	1	1	1	1	1
Case 5	5	3	3	1	1	1
Case 6	6	4	4	3	1	1
Case 7	7	5	5	4	3	2
Case 9	9	2	2	2	2	1
Case 10	10	6	5	4	3	2
Case 11	11	3	3	1	1	1
Case 12	12	4	4	3	1	1
Case 13	13	2	2	2	2	1
Case 15	15	4	4	3	1	1

*** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS ***

Vertical Icicle Plot using Average Linkage (Between Groups)

(Down) Number of Clusters (Across) Case Label and number

```

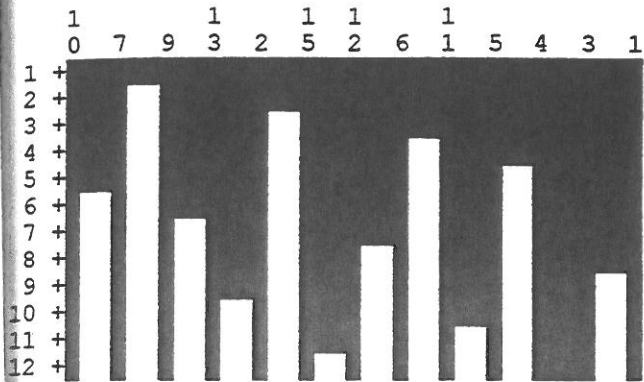
C C C C C C C C C C C C C
a a a a a a a a a a a a a
s s s s s s s s s s s s s
e e e e e e e e e e e e e

```

```

1 7 9 1 2 1 1 6 1 5 4 3 1
0      3  5  2  1

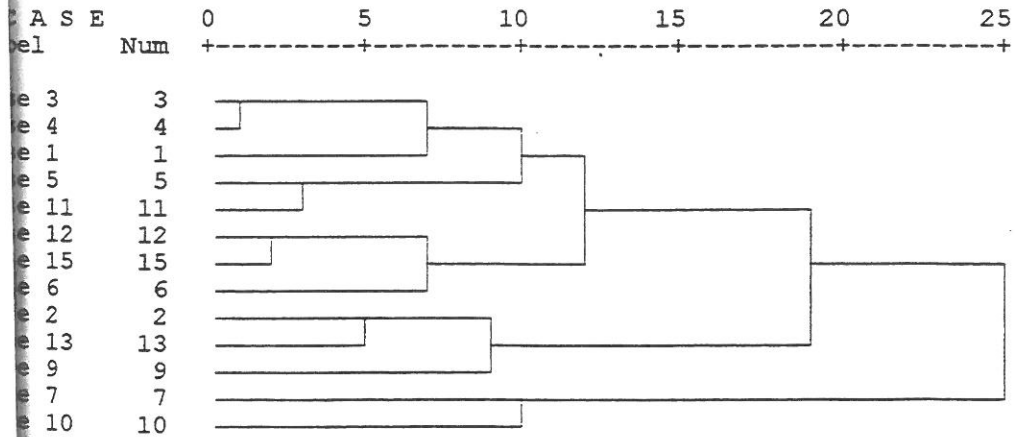
```



*** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS ***

Program using Average Linkage (Between Groups)

Rescaled Distance Cluster Combine



***** PROXIMITIES *****

>Warning # 14783
 >Due to missing data, some cases have been excluded from computations.

Data Information

13 unweighted cases accepted.
 2 cases rejected because of missing value.

Squared Euclidean measure used.

 >Warning # 14271
 >Due to missing data in the input matrix, some cases have been excluded from
 >computations.

***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****

Agglomeration Schedule using Average Linkage (Between Groups)

Stage	Clusters Cluster 1	Combined Cluster 2	Coefficient	Stage Cluster Cluster 1	1st Appears Cluster 2	Next Stage
1	6	10	,785573	0	0	4
2	13	15	,814413	0	0	3
3	1	13	1,032207	0	2	6
4	5	6	1,463767	0	1	9
5	7	11	1,764706	0	0	8
6	1	4	1,773415	3	0	7
7	1	9	3,327901	6	0	8
8	1	7	4,935246	7	5	10
9	2	5	5,752429	0	4	11
10	1	12	7,160394	8	0	11
11	1	2	8,639828	10	9	12
12	1	3	15,318473	11	0	0

***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****

Cluster Membership of Cases using Average Linkage (Between Groups)

Label	Case	Number of Clusters				
		6	5	4	3	2
Case 1	1	1	1	1	1	1
Case 2	2	2	2	2	2	1
Case 3	3	3	3	3	3	2
Case 4	4	1	1	1	1	1
Case 5	5	4	4	2	2	1
Case 6	6	4	4	2	2	1
Case 7	7	5	1	1	1	1
Case 9	9	1	1	1	1	1
Case 10	10	4	4	2	2	1
Case 11	11	5	1	1	1	1
Case 12	12	6	5	4	1	1
Case 13	13	1	1	1	1	1
Case 15	15	1	1	1	1	1

***** H I E R A R C H I C A L C L U S T E R A N A L Y S I S *****

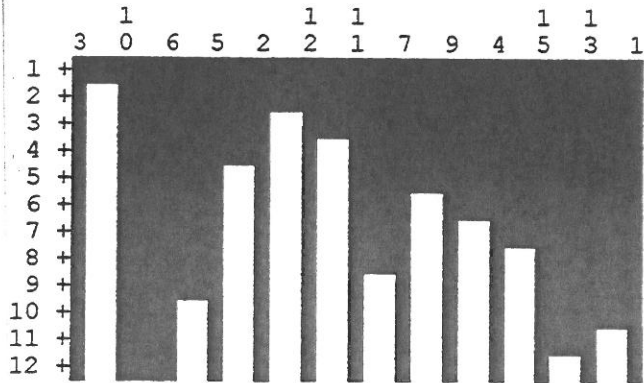
Vertical Icicle Plot using Average Linkage (Between Groups)

(Down) Number of Clusters (Across) Case Label and number

```

C C C C C C C C C C C C C
a a a a a a a a a a a a a
s s s s s s s s s s s s s
e e e e e e e e e e e e e

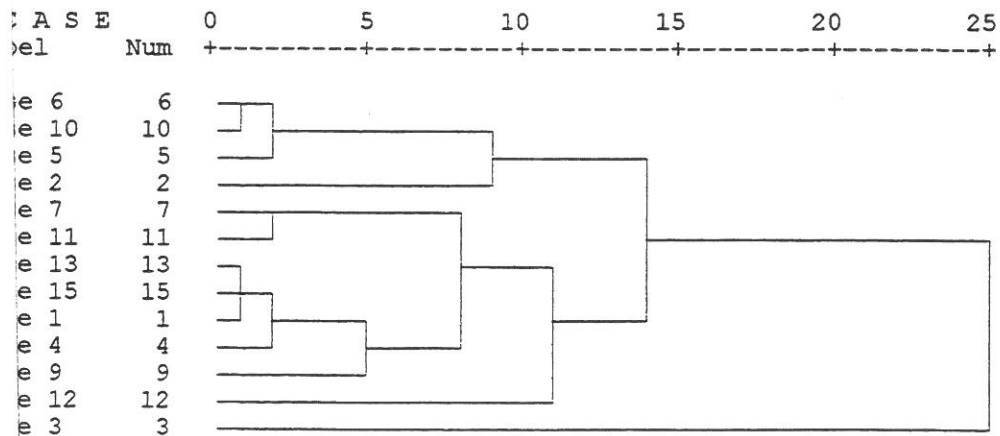
3 1 6 5 2 1 1 7 9 4 1 1 1
  0      2 1      5 3
  
```



***** H I E R A R C H I C A L C L U S T E R A N A L Y S I S *****

Drogram using Average Linkage (Between Groups)

Rescaled Distance Cluster Combine



***** PROXIMITIES *****

>Warning # 14783
 >Due to missing data, some cases have been excluded from computations.

Data Information

14 unweighted cases accepted.
 1 cases rejected because of missing value.

Squared Euclidean measure used.

>Warning # 14271
 >Due to missing data in the input matrix, some cases have been excluded from
 >computations.

***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****

Agglomeration Schedule using Average Linkage (Between Groups)

Stage	Clusters Cluster 1	Combined Cluster 2	Coefficient	Stage Cluster Cluster 1	1st Appears Cluster 2	Next Stage
1	2	3	,000008	0	0	6
2	6	7	,000018	0	0	3
3	6	8	,000059	2	0	4
4	5	6	,000770	0	3	5
5	5	15	,001819	4	0	10
6	1	2	,002619	0	1	7
7	1	4	,012418	6	0	8
8	1	13	,033466	7	0	12
9	10	14	,034448	0	0	11
10	5	9	,044337	5	0	12
11	10	11	,156065	9	0	13
12	1	5	,355263	8	10	13
13	1	10	,960650	12	11	0

***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****

Cluster Membership of Cases using Average Linkage (Between Groups)

Label	Case	Number of Clusters				
		6	5	4	3	2
Case 1	1	1	1	1	1	1
Case 2	2	1	1	1	1	1
Case 3	3	1	1	1	1	1
Case 4	4	1	1	1	1	1
Case 5	5	2	2	2	2	1
Case 6	6	2	2	2	2	1
Case 7	7	2	2	2	2	1
Case 8	8	2	2	2	2	1
Case 9	9	3	3	2	2	1
Case 10	10	4	4	3	3	2
Case 11	11	5	5	4	3	2
Case 13	13	1	1	1	1	1
Case 14	14	6	4	3	3	-2130-
Case 15	15	2	2	2	2	1

***** H I E R A R C H I C A L C L U S T E R A N A L Y S I S *****

Vertical Icicle Plot using Average Linkage (Between Groups)

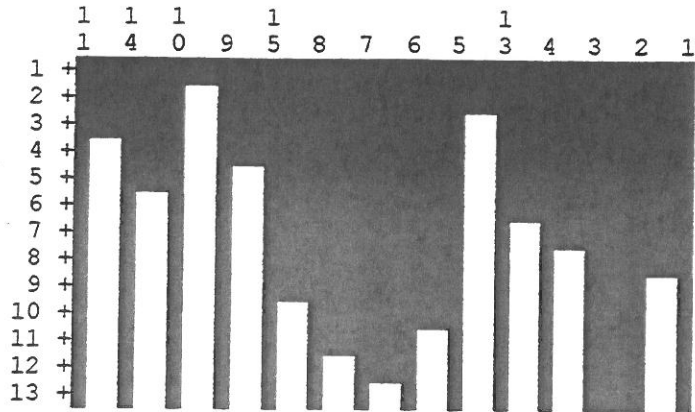
(Down) Number of Clusters (Across) Case Label and number

```

C C C C C C C C C C C C C
a a a a a a a a a a a a a
s s s s s s s s s s s s s
e e e e e e e e e e e e e

1 1 1 9 1 8 7 6 5 1 4 3 2 1
1 4 0     5           3

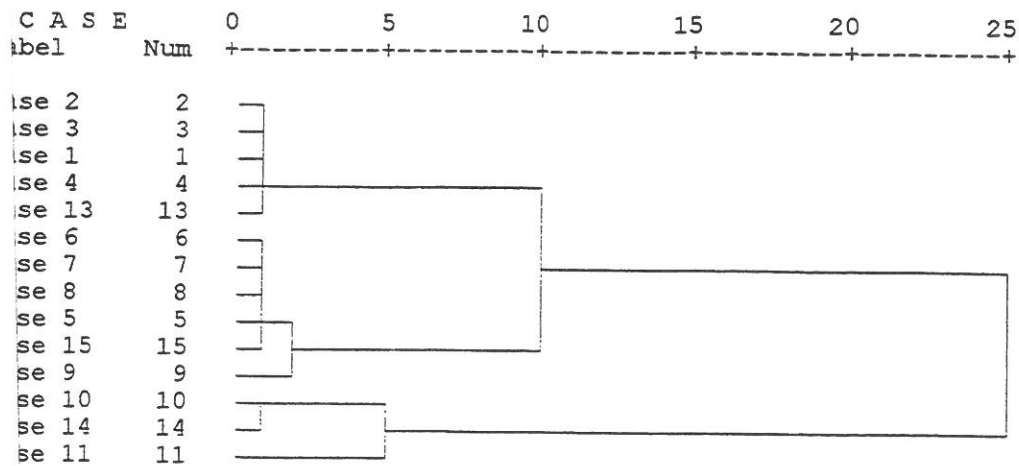
```



***** H I E R A R C H I C A L C L U S T E R A N A L Y S I S *****

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)

Rescaled Distance Cluster Combine



Anexo 4

LEGISLAÇÃO ESPECÍFICA

• Lei Geral

Dec. Lei 175/94 de 27.06	Alterações ao Reg. Jurídico das SCR's
Port. 95/94 de 09.02	Capital Social mínimo das SCR's
Dec.Ret. 254/91 de 30.11	Rectificação ao Dec. Lei 433.91
Dec. Lei 433/91 de 7.11	Reg. Jurídico das SCR e SFE.,(Revoga o Dec. Lei 17/86)
Dec. Lei 318/89 de 23.09	Revogação de parte do Art. 10º do Dec.Lei 17/86-Orgãos Sociais
Dec. Lei 111/89 de 13.04	Alteração do Art. 4º do Dec.Lei 17/86 Limites às Participações
Dec. Lei 28/89 de 23.01	Alteração do capital mínimo das SCR
Declar. De 30.04.86	Rectificação do Dec.Lei 17/86
Dec. Lei 17/86 de 5.02	Estabelecia uma estrutura legal para as SCR

• Avisos e Circulares do BP, Trabalhos Apcri

CC's 17 e 19 de 03.95	Mapa para cálculos de fundos próprios
Aviso 1/93 de 8.06	Rácio de Solvabilidade
Aviso 12/92 de 29/12	Regras de Definição dos Fundos Próprios (Alterações ao aviso 9/90)
Aviso 9/90 de 5.07	Definição de Fundos Próprios das Instituições sujeitas a supervisão do B.P.
Aviso 10/94 de 18.11	Regras para controlo dos grandes riscos
C3011/DSB de 18.11.94	Provisões nas SCR's.Resposta a documento APCRI
Memo APCRI de 25.07.94	Regras p/ constituição de Provisões nas SCR's.
C.Circular 50 de 5.03.93	Provisões para menos valias em títulos não cotados
C.Circular 15 de 4.03.91	Esclarecimento sobre o aviso 13/90 - Provisões
Aviso 13/90 de 4.12	Regras para constituição de Provisões
C.Circ. 248 de 22.03.93	Adaptações do PCSB a outras instit. Financeiras. Contém o Plano para as SCR e a informação a prestar ao BP. (Substitui todas as anteriores)
C.Circular 34 de 8.02.93	Alterações à C.C. 303
C.Circular 303 de 3.12.92	Integração da contabilidade no PCSB-Plano de Contas do Sistema Bancário
C.Circul.232 de 11.03.92	Elementos informativos a prestar ao Banco de Portugal.

• SCR, FC, FCR e FRIE - Enquadramento Legal e Fiscal

Lei 24/94 de 18.07	Alteração ao Art. 120-A da TGIS, Sociedades Financeiras
Tabela Síntese IRC	EBF art.º18,19,23.
Dec.Ret. 74/94 de 04.06	Rectificação ao Dec. Lei 126/94 Tx.Imp.Selo Soc.Financeiras=0,9%
Dec. Lei 162/94 de 04.06	Alterações à TGISelo, Sociedades Financeiras
Lei 75/93 de 20.12 (OE)	Alterações: (arte 74 CIRS - Taxas Liberatórias, art. 19 EBF - Fundos Investimento)
Art. 45º CIRC	Elimina Dupla tributação lucros SCR's
Art.184 ° CSISD	Retenção na fonte, em aplicações, de 5% por avença
Art. 74º CIRS	Taxas liberatórias, retenção na fonte, nas aplicações
Art. 120º - A TGIS	Isenção de Imposto Selo, em algumas aplicações
Dec. Lei 246/93 de 08.07	Regime contratual de projectos de natureza estruturante (Inv. > 5.000.000 cnt)
Dec. Lei 289/92 de 26.12	Benef.Fiscais à internacionalização/restruturação até 95.
Dec. Lei 187/92 de 25.08	Alteração ao EBF (Art. 18º Mais Valias, e 19º Fundos Investimentos
RCM 26/92 de 17.08	Prevê a criação de FRIE's e de benefícios fiscais.
Dec. Lei 360/91 de 28.09	Alteração ao EBF (art.18º-Mais valias)
Dec. Lei 293/91 de 13.08	Alteração ao EBF (art.19º-Fundos de Investimento).
Dec.Lei 142B/91 de 10.40	Aditamento ao EBF (operações de Bolsa, Fundos de Garantia...)
Dec. Lei 377/90 de 30.11	Altera diversa Legislação Fiscal, (Art. 45º CIRC)
Dec. Lei 215/89 de 01.07	Aprova o EBF-Estatuto dos Benefícios Fiscais. (Art. 18º Mais Valias art.19º Fundos de Investimento, art. 23 SCR's.
Dec. Lei 72/88 de 09.03	Benefícios fiscais às SCR. Prorroga a vigência do D.Lei 67/87
Dec. Lei 172/87 de 20.04	Regime Fiscal dos Fundos Consignados
Dec. Lei 124/87 de 17.03	Quadro fiscal SCR-Isenção de imposto durante 7 anos após a constituição
Dec. Lei 67/87 de 09.02	Isenção de impostos para as SCR's constituídas até 31.12.87
Dec. Lei 20/86 de 13.02	Incentivos fiscais aos Fundos de Investimento Mobiliário

Anexo 5

APÊNDICE E REFERÊNCIAS

(1) - "Managment Buy-Out"

Capital que proporciona o crescimento e expansão de uma empresa já existente. Os fundos podem ser usados para financiar o aumento da capacidade produtiva, no desenvolvimento de um produto , para obter mais fundo de maneiio e/ou em Marketing)

(2) - "Management Buy-In"

Financiamento que proporciona aos investidores exteriores á empresa a compra da mesma, com o apoio dos investidores de capital de risco.

(3) - "Start Up"

Financiamento que permite às empresas produzirem e desenvolverem um Marketing inicial. As empresas podem estar no seu processo de arranque ou já terem iniciado a sua actividade, contudo, ainda não se deu inicio á comercialização e venda dos seus produtos.

(4) - "Other Early Stage"

Financiamento a empresas que já completaram a sua fase de arranque e desenvolvimento inicial de produto e que necessitam de fundos adicionais para iniciarem as suas funções comerciais e de vendas. Trata-se de empresas que ainda não gerarão proveitos na fase em que se encontram.

Anexo 6

BIBLIOGRAFIA:

- ALVES, M.T., "*Pisar o Risco*", Independente, 04-11-94
- AMARAL, LUÍS MIRA e MONTEIRO, LUÍS ALVES,- "*Os instrumentos financeiros de apoio ao desenvolvimento empresarial*", IAPMEI, 1995
- AMARAL, M., "*Capital de Risco Tem Mais Vantagens do que Inconvenientes*", Vida Económica, 19-03-93
- APCRI, *Estatísticas, 1995*
- APLICADOS, CENTRO DE ESTUDOS, "*Actividade de capital de risco em Portugal*" - Universidade Católica Portuguesa, 1995.
- ARTHUR ANDERSEN/BINDER HAMLIN, "Andersen WorldWide"
- AVISO Nº 3/95 do Ministério das Finanças.
- AZEVEDO, MARIA EDUARDA - "*Fiscalidade no Mercado único Europeu*"
- BANCO ESPÍRITO SANTO E COMERCIAL DE LISBOA, "*Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica*", 1985, 112 p.
- BARRIER, M.C., "*Capital de Risco, Um Instrumento Financeiro Privilegiado para a Criação de Empresas*", Pequena e Média Empresa, 1992
- BASTARDO, C., "*O Capital de Risco*", Revista das Empresas"
- BNU, "*Capital de Risco - Noções Básicas*", Gabinete Técnico Central, 1992
- BPA, *Sabe O Que é? O Capital de Risco*, Dezembro 1987
- BRIAN ARMITAGE "*Venture Capital Trusts*"
- BRITO, NEY ROBERTO, "*Gestão de Investimentos*", Atlas, São Paulo, 1989
- BVCA "*Taxation of Enterprise 1996/97*".
- BVCA "*Directory 1996/97*"

- BVCA *"Statment approved by the Inland Revenue and the Department of Trade and Industry on the use of limited partnerships as venture capital investment funds"*. Editado por SJ Berwin & Co.
- CADILHE, MIGUEL, Seminário U.A.L. Lisboa, Junho 1995.
- CONTRERAS, M., *"Um Risco Calculado"*, Expresso, 11-07-92
- CORREIO DE MANHÃ, *"IPE-Capital Lança Fundo de Risco"*,
- COVA, .A.V., *"As Potencialidades de Capital de Risco"*,
Cadernos de Economia, Jul/Set, 1991
- DA SILVA, N., *"Capital de Risco Funciona com Garantia de Recompra"*, Vida Económica, 19-03-93
- DE BRITO, N., *"Desenvolvimento de Capital de Risco"*, Visão
Estratégica, 10-06-91
- DE BRITO, N. *"Capital de Risco em Portugal"*, Visão
Estratégica, 24-06-91
- DE BRITO, N., *"Capital de Risco e Restruturação"*, Visão
Estratégica, 08-07-91, p. 23-25
- DE BRITO, N., *"Capital de Risco Fomenta Desenvolvimento
Empresarial"*, Revista das Empresas, Janeiro, 1992
- DIÁRIO DE NOTÍCIAS, *"Norpedip Abranda Ritmo"*, 16-06-93
- DICIONÁRIO DE NEGÓCIOS. Publicações Dom Quixote, 1995.
- DIVERSOS AUTORES, *"O desafio dos anos 90, Editora Presença,
Lisboa "*.
- EASDAQ. SJ Berwin & Co.
- Empresário, *"Capital de Risco: Um Sinal dos Tempos"*, Nº 31
- ECHEVARRIA, SANTIAGO GARCIA, (1985) *"Capital Riesgo y
Política de Amortizaciones"*, Madrid,
Ministério de Economia y Hacienda.
- EVCA YEAR BOOK 1995 *"A comprehensive survey of the
European private equity and venture capital industry"*,
- EVCA YEAR BOOK 1996 *" A comprehensive survey of the
European private equity and venture capital industry"*.
- EVCA Venture Capital Special Paper- *"Venture Capital Fund
Structures in Europe"*, SJ Berwin & Co.
- EVCA *" Legal and Tax Issues arising from Cross Border
Dealings on "*



- EVCA Yearbook 1990,
EVCA Yearbook 1994
Financial Times Survey - Venture and Development Capital,
Financial Times, 24-09-93
FISCAL, Relatório da Comissão para o desenvolvimento da
Reforma, Ministério das Finanças, 1996
FERREIRA, V., "*Inter-Risco Aposta no Capital de Substituição e
Desenvolvimento*", Vida Económica, 19-03-93
FERREIRA, ROGÉRIO FERNANDES, "*A evolução da tributação
dos rendimentos*", II Seminário da A.A.T.P.,
Lisboa 1995
FERREIRA, ROGÉRIO FERNANDES, "*Tendências dos impostos*",
Diário de Notícias, Abril de 1995
FERREIRA, ROGÉRIO FERNANDES, A difícil escolha das taxas,
Diário de Notícias, Abril de 1996.
FERREIRA, ROGÉRIO FERNANDES, Benefícios dos accionistas,
Diário de Notícias, Fevereiro de 1996.
Fórum I.S.G.- "*A Internacionalização da Economia Portuguesa*",
Texto Editora, 1995
FREIRE, A., "*Capital de Risco*", PME, 13-05-91
FREIRE, A., "*Capital de Risco - Um Parceiro Activo no
Desenvolvimento dos Seus Negócios*" - IPE, 03/91
IAN SIMPSON, Helix Associates Limited "*Fund raising and
Investor Relations*"
ILÍDIO BARRETO, "*Manual de Finanças*" Editora Exame 1996
INLAND REVENUE "*Venture Capital Trusts-A brief guide*" 1996
KINNEAR, THOMAS C. e TAYLOR JAME R. "*Marketing Research,
An Applied Approach*", McGraw - Hill International
Editions, 1987
KPMG "*Tax card 1996/97*"
MARTENS, PASCAL, "*O capital de risco em Portugal: um sector
em crise?*" - Dissertação de Mestrado ISEG,
1995.
MARQUES, ISABEL CRISTINA "*A realização do Mercado Interno
e a Fiscalidade*", editado pelo IAPMEI, Julho 1995.

- MAVIS SEYMOR, "*Venture Capital Trusts and the Enterprises Investment Scheme*", BDO Stoy Hayward 1995.
- MORRISON, DONALD F.(1990), *Multivariate Statistical Methods*, Singapore, McGraw-Hill International Editions
- OPÇÕES ESTRATÉGICAS PARA O DESENVOLVIMENTO DO PAÍS NO PERÍODO 1994-1999, *Diário da República*
- PORTER, M., (1992) 225 de 24.09.93 *Vantagem Competitiva*, Editora Campus, 1992, 512 p.
- PROENÇA, ANTÓNIO MANUEL, (1996) "*Produtos e Instrumentos financeiros*" - Editora Rei dos Livros
- PÚBLICO, "*Governo Mexe no Estatuto das Financeiras*", 05/94
- PÚBLICO, "*Internacionalização das Empresas- Capital de Risco Apoia Arco Atlântico*", 06-05-93.
- PÚBLICO, "*Apoio às Empresas - CEN Contesta Capital de Risco*", 30-06-93.
- PÚBLICO, "*Entidade Financeira Regional*", 16-04-94.
- PÚBLICO "*Governo Mexe no Estatuto das Financeiras*", 05/94.
- QUESADO, F.J., "*O Capital de Risco e o Pedip II*", Expresso, 04-12-93
- QUEIROZ, EDUARDO, incentivos fiscais na União Europeia, *Diário Económico*, Novembro de 1995.
- Revista Portuguesa de Gestão "*Gestão dos capitais de risco*", 1/95
- ROQUETTE, J., "*Investimento de Risco: Capital Inteligente*", *Confidencial Negócios*, 29-01-92
- ROQUETTE, J., "*Investimento de Risco: Capital Inteligente*", *Confidencial Negócios*, 27-02-92
- ROQUETTE, J., "*Capital de Risco: Missão Evolução e Perspectivas*" *Diário Económico*, 08-04-92
- ROQUETTE, J., "*O Processo de Capital de Risco*", *Diário Económico*, 15-04-92
- ROQUETTE, J., "*O Relacionamento com uma Sociedade de Capital de Risco: Aspectos Práticos*", *Diário Económico*, 23-04-92



- ROQUETTE, J., "*Como escolher uma Sociedade de Capital de Risco*", Diário Económico, 28-04-92
- ROQUETTE, J., "*O Processo de Desinvestimento nas Empresas*", Diário Económico, 11-06-92
- SANTOS, FERNANDO BORJA. "*Sebenta de Estatísticas*", 2ª edição 1981
- Seminário - AATP "*As reformas fiscais dos anos 80 e perspectivas de evolução, 1995*
- SIMON WITNEY, informações sobre "*structuring of venture capital funds in the United Kingdom*"
- SIMÕES, J., "*Norpedip Acredita no Futuro do Sector Têxtil*", Vida Económica. 19-03-93
- SJ BERWIN & Co "*Terms and Conditions of Venture Capital Funds*".
- SJ BERWIN & Co "*Tax measures introduced by the UK Government to encourage small and growing business*".
- SJ BERWIN & Co "*Venture Capital Trust- Relevant Provisions of the Finance Act 1995*"
- SJ BERWIN & Co "*Venture Capital Trust- Overview of Tax Legislation and Regulations*".
- Vida Económica, "*Capital de Risco Funciona com Garantia de Recompra*", 19-03-93
- Vida Económica, "*Capital de Risco tem mais Vantagens do que Inconvenientes*", 19-03-93
- Vida Económica, "*BNU-Capital com Participações de 830 Mil Contos*", 19-03-93
- VICENTE, PAULA, REIS, ELISABETH E FERRÃO, FÁTIMA, "*Sondagens*" - Edições Sílabo, Lisboa, 1996
- STRATTON, RICHARD, (1995) *Venture Capital Trusts-I, Taxation.*
- STRATTON, RICHARD, (1995) *Venture Capital Trusts-II, Taxation.*